KB Securities VIETNAM

KBSV RESEARCH

CTCP Sữa Việt Nam (VNM)

Kỳ vọng tiêu dùng phục hồi trong 2025

06/12/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân
quannd@kbsec.com.vn

KQKD 3Q2024 phản ánh nhu cầu yếu ở nội địa

Trong 3Q2024, doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt 15,549 đồng (-0.8% YoY) và LNST đạt 2,403 tỷ đồng (-5.1% YoY), chủ yếu do nhu cầu nội địa giảm. Ngược lại, mảng xuất khẩu và các công ty nước ngoài (chiếm khoảng hơn 18% doanh thu) đã tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tốt (+10.3% QoQ và +9.5% YoY) nhờ chi phí cạnh tranh

Chi phí bột sữa nhập khẩu dự kiến tăng trong 2025 được bù đắp bởi khả năng tăng giá bán

Theo Global Dairy Trade, giá sữa bột gầy/toàn phần đã tăng lần lượt 3%/12% so với đầu năm 2024 và sẽ ảnh hưởng đến KQKD trong 2025. Theo Vinamilk, giá sản phẩm sẽ điều chỉnh tăng trong 2025 nếu giá bột sữa tăng quá cao và ảnh hưởng đến biên lợi nhuận.

Tiêu dùng dự kiến phục hồi rõ ràng hơn trong 2025

Tiêu dùng FMCG và sữa trong 9T-2024 tăng trưởng chậm, lần lượt khoảng +2% và -2% YoY, do tâm lý người tiêu dùng yếu trước bất ổn kinh tế toàn cầu. KBSV dự báo tiêu dùng phục hồi trong 2025 (trễ so với các ngành khác), nhờ chính sách duy trì giảm 2% VAT và đầu tư cơ sở hạ tầng đến giai đoạn trọng điểm giúp tăng trưởng kinh tế và cải thiện niềm tin của người tiêu dùng.

Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 75,300 VND/cổ phiếu

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu VNM với giá mục tiêu là 75,300 VND với tiềm năng tăng giá là 17%, tương đương với mức PER dự phóng cho năm 2025 là 15x, thấp hơn mức trung bình 5 năm là 17x.

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND75,300
Tăng/giảm (%)	17%
Giá hiện tại (06/12/2024)	VND 64,100
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 80,200
Vốn hóa (nghìn tỷ VND/tỷ USD)	134.3/5.3

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	35.3%
GDTB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	269.4/10.8
Sở hữu nước ngoài	50.8%
Cổ đông lớn	SCIC (36%)

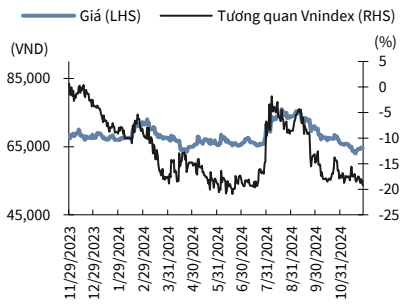
Biến động giá cổ phiếu

(%)	YTD	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-3.7	-12.2	-2.7	-0.3
Tương đối	-2.2	-9.2	-0.3	-18.3

Dự phóng KQKD & định giá

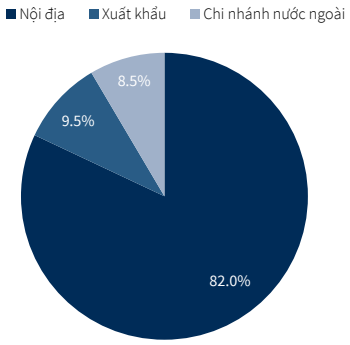
	2022	2023	2024E	2025F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	59,956	60,369	62,066	64,385
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	10,491	10,904	10,720	10,797
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	8,516	8,874	9,310	9,271
EPS (VNĐ)	3,632	4,246	4,454	4,436
Tăng trưởng EPS (%)	-20	17	5	-0.4
P/E (x)	17.1	16.3	14.4	14.4
P/B (x)	4.5	4.2	4.0	4.0
ROE (%)	26	29	29	28
Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%)	5.5	5.7	6	6

Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Cơ cấu doanh thu 9T-2024



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hoạt động kinh doanh

VNM có 48 năm hoạt động sản xuất, kinh doanh các sản phẩm sữa và có nguồn gốc từ sữa. Hiện tại công ty đang chiếm thị phần số 1 trong ngành sữa nội địa với khoảng 50% thị phần. Trong 9T/2024, mảng xuất khẩu và công ty con ở nước ngoài chiếm 18% doanh thu của Vinamilk.

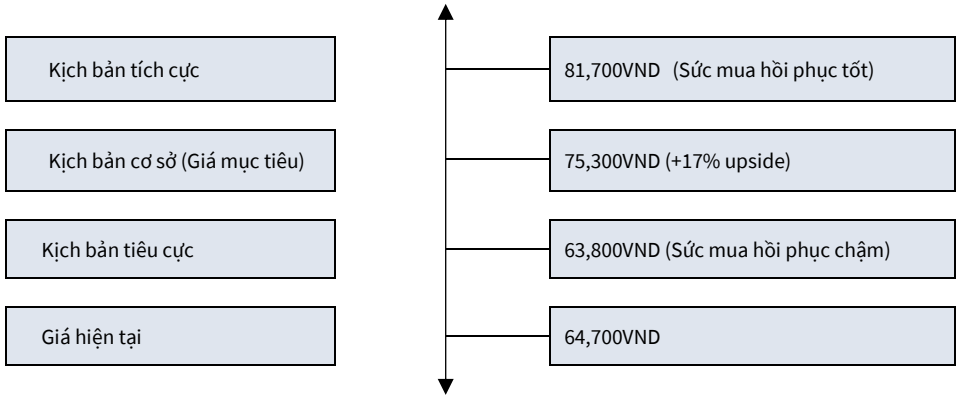
Điểm nhấn đầu tư	Chú thích
Tiêu dùng phục hồi tốt hơn từ 2025. Duy trì chính sách giảm thuế VAT 2% và thúc đẩy đầu tư vào cơ sở hạ tầng sẽ giúp hồi phục niềm tin người tiêu dùng.	Chi tiết ở phần dưới của báo cáo
Tiềm năng tăng trưởng doanh thu đến từ phát triển các sản phẩm mới và thị trường xuất khẩu. Liên tục đầu tư vào phát triển sản phẩm giúp VNM tăng trưởng cao hơn ngành sữa.	Chi tiết ở phần dưới của báo cáo
Chi phí bột sữa dự kiến tăng trong 2025. Giá bột sữa nguyên/gầy trung bình tại các khu vực đã tăng khoảng 16%/3% so với đầu năm sẽ làm tăng chi phí trong 2025. VNM sẽ tăng giá bán nhằm giảm áp lực lên biên lợi nhuận.	Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	62,066	64,385	-1%	-2%	62,960	66,053	-1.4%	-2.6%
EBIT	10,720	10,807	-6%	-12%	11,285	12,022	-5.0%	-10.0%
LNST công ty mẹ	9,310	9,271	0%	-7%	9,583	9,992	-2.8%	-7.1%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính
*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá



Kịch bản cơ sở 2025:
1) Tăng trưởng doanh thu nội địa và nước ngoài đạt lần lượt 3.6%/5.5%
2) Biên LNG đạt 40.9%

Kịch bản tích cực 2025:
1) Tăng trưởng doanh thu nội địa và nước ngoài đạt lần lượt 5%/7%
2) Biên LNG đạt 41.3%

Kịch bản tiêu cực 2025
1) Tăng trưởng doanh thu nội địa và nước ngoài đạt lần lượt -0.9%/4%
2) Biên LNG đạt 40.6%

Hoạt động kinh doanh

KQKD 9 tháng duy trì đà tích cực dù ngành gặp khó khăn

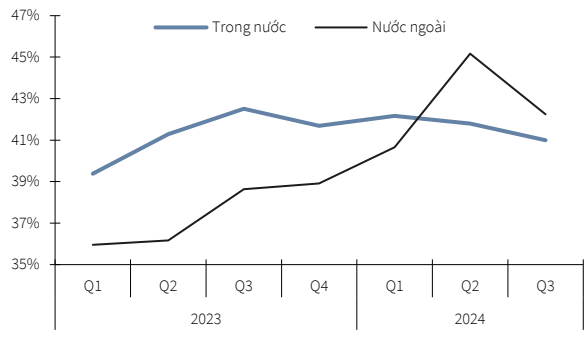
Động lực chính trong 9T-2024 của VNM đến từ thị trường xuất khẩu tăng trưởng tích cực trong khi chiếm thêm được thị phần nội địa nhờ chiến lược tái định vị thương hiệu và đa dạng hóa các sản phẩm sữa.

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Q3/2023	Q3/2024	+/-YoY	9M2023	9M2024	+/-YoY	Chú thích
Doanh thu	15,637	15,537	-0.6%	44,750	46,306	3.5%	
Nội địa (bao gồm MCM)	13,253	12,928	-2.4%	37,532	37,956	1.1%	Nhu cầu nội địa trong Q3 vẫn yếu nhưng Vinamilk chiếm được thêm thị phần. Lũy kế 9T doanh thu tăng 1.1% YOY dù không tăng giá.
Công ty con nước ngoài	1,138	1,234	8.4%	3,491	3,951	13.2%	Angkormilk tung ra một số sản phẩm mới trong khi Driftwood tiếp tục thâm nhập kênh Nhà hàng – Khách sạn – Dịch vụ
Xuất khẩu	1,246	1,375	10.3%	3,759	4,430	17.9%	Xuất khẩu tiếp tục khởi sắc nhờ chi phí cạnh tranh và khách hàng năm tăng nhập khẩu.
Lợi nhuận gộp	6,555	6,401	-2.35%	18,103	19,380	7.05%	Biên lợi nhuận gộp nội địa giảm nhẹ trong Q3 do doanh số bán hàng nội giảm 2.5% (YoY). Lũy kế 9T-2024, biên lợi nhuận gộp nội địa tăng 140bps chủ yếu giá sữa bột đầu vào thấp và sản lượng bán hàng tăng trưởng tốt (Vinamilk không tăng giá bán nội địa trong 2 năm qua). Biên lợi nhuận kênh xuất khẩu tăng mạnh do cơ cấu sản phẩm chủ yếu sử dụng bột sữa nhập khẩu.
Biên lợi nhuận gộp (%)	*41.9%*	*41.2%*	-70bps	*40.5%*	*41.9%*	+140bps	
Nội địa	*42.5%*	*41.0%*	-150bps	*41.1%*	*41.6%*	+50bps	
Nước ngoài (Công ty con và XK)	*38.7%*	*42.2%*	+350bps	*36.9%*	*42.8%*	+590bps	
Thu nhập tài chính ròng	593.9	528.5	-11.0%	1,672	1,479	-11.5%	Do nền lãi suất thấp hơn cùng kì 2023
SG&A	(3,815)	(3,758)	-1.48%	(10,776)	(11,280)	4.7%	SG&A tiếp tục tăng nhẹ, chủ yếu do chi phí tiếp thị tiếp tục tăng trong bối cảnh nhu cầu nội địa yếu. VNM đã cơ bản hoàn thành xong định vị thương hiệu mới trong quý 3-2024
SG&A/ doanh thu	*-24.4%*	*-24.2%*	+20bps	*-24.1*	*-24.4%*	*+30bps*	
EBIT	**2,740**	**2,643**	-3.55%	**7,327**	**8,100**	10.5%	EBIT cải thiện hơn 100 điểm cơ bản nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện tốt hơn so với đà tăng của chi phí tiếp thị bán hàng và quản lý
Biên EBIT (%)	*17.3%*	*17.0%*	**-30bps**	*16.4%*	*17.5%*	*+101bps*	
LNST công ty mẹ	**2,492**	**2,404**	-3.56%	**6,548**	**7,269**	11%	
Biên LNST (%)	*15.9%*	*15.5%*	-40bps	*14.6%*	*15.7%*	*+90bps*	

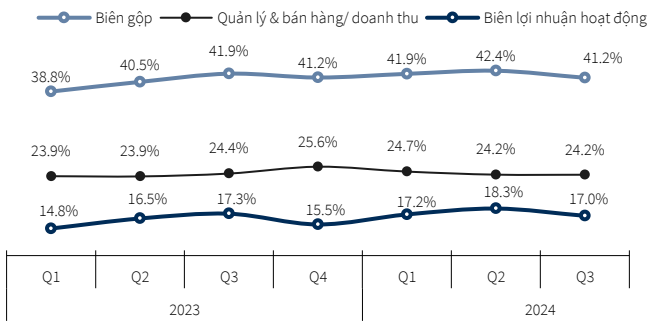
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 2. Biên lợi nhuận gộp các mảng kinh doanh



Nguồn: VNM, KBSV tính toán

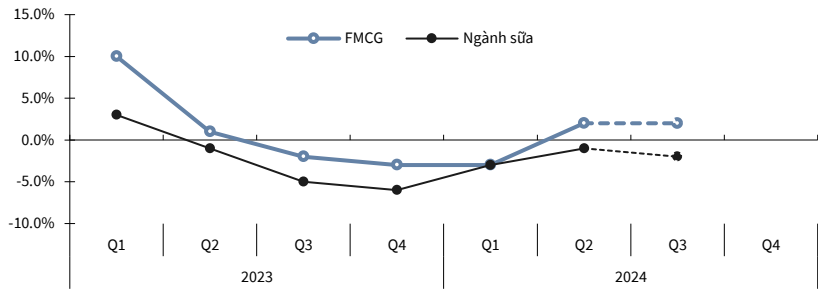
Biểu đồ 3: Biên lợi nhuận và chi phí của Vinamilk theo quý



Nguồn: VNM, KBSV tính toán

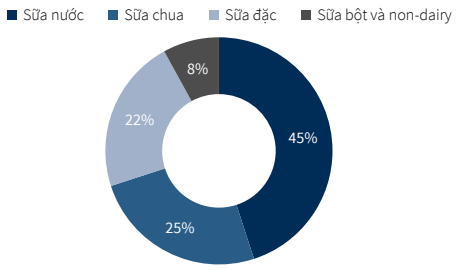
Theo Nielsen, ngành sữa và FMCG đang dần cho thấy xu hướng phục hồi nhẹ khi tăng trưởng âm được thu hẹp trong Quý 2. Ước tính trong quý 3, ngành sữa có sự sụt giảm nhẹ so với quý 2 và cùng kì.

Biểu đồ 3. Tăng trưởng ngành FMCG và ngành sữa nội địa



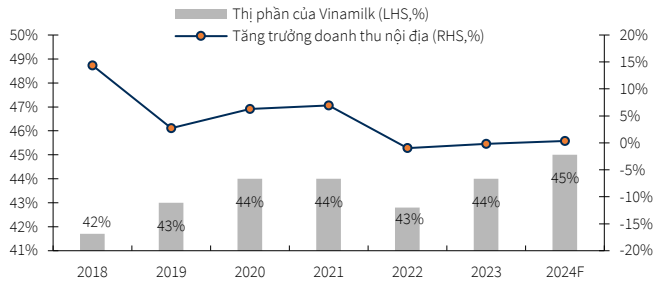
Nguồn: NielsenIQ, VNM, KBSV ước tính

Biểu đồ 4. Cơ cấu doanh thu nội địa của Vinamilk



Nguồn: VNM

Biểu đồ 5. Thị phần và tăng trưởng doanh thu



Nguồn: VNM, KBSV thu thập

Liên tục đầu tư vào phát triển sản phẩm giúp chiếm lĩnh thị phần các mảng kinh doanh mới đầy tiềm năng

Tại thị trường nội địa, Vinamilk tiếp tục giữ vững đà tăng trưởng vượt trội so với toàn ngành nhờ chiến lược tái định vị thương hiệu và tiên phong phát triển sản phẩm mới.

Đặc biệt, công ty đang dẫn đầu trong phân khúc sữa thực vật – một lĩnh vực giàu tiềm năng – trong bối cảnh các phân khúc truyền thống như sữa tươi và sữa bột đang chậm lại. Theo Data Brigde, thị trường sữa thực vật toàn cầu dự kiến tăng trưởng CAGR từ 2023-2030 đạt 11.7% do người dùng ngày càng ưa thích loại sữa ít calo, không làm tăng cholesterol, không chứa lactose và phù hợp với độ tuổi trung niên. Trong khi đó, sữa bò phù hợp với phân khúc trẻ em do giàu calo hơn, giàu chất béo tốt, tốt cho xương và dễ hấp thụ hơn sữa hạt. Tại Việt Nam, sữa thực vật là dòng sữa có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất, đạt mức 18%/ năm và chiếm 12% thị phần ngành sữa (Tổng cục Thống kê, 2020). Nhờ danh mục sản phẩm đa dạng bao gồm 12 loại sữa hạt nổi bật, Vinamilk đang dẫn đầu thị trường sữa thực vật, đặc biệt với dòng sữa hạt cao đạm đầu tiên tại Việt Nam (hơn 5g đạm/100ml), đáp ứng nhu cầu của nhóm khách hàng tập luyện thể thao. KBSV kỳ vọng công ty có thể duy trì mức tăng trưởng trên 10%/năm ở mảng sữa thực vật nhờ xu hướng già hóa ở Việt Nam.

Theo Vinamilk, các phân khúc sữa chua uống, sữa tươi greenfarm và sữa đặc vẫn duy trì tăng tưởng trên 10% trong 9T/2024. KBSV cho rằng sữa đặc, sữa chua và sữa tươi organic vẫn có thể duy trì đà tăng trưởng trung bình từ 5-7%, bù đắp cho tăng trưởng âm từ phân khúc sữa nước và sữa bột truyền thống.

Trong kịch bản cơ sở, KBSV dự báo tăng trưởng CAGR doanh thu nội địa trong giai đoạn 2024-2029 đạt 2.5%

Triển vọng tiêu dùng trong 2025 sẽ cải thiện nhờ nền tảng vĩ mô ổn định hơn và duy trì các biện pháp kích thích kinh tế

Theo GSO, bán lẻ hàng hoá và dịch vụ tiêu dùng 9T/2024 ước chỉ tăng 8.8 YoY (thấp hơn mức trên 10 trước dịch), chủ yếu nhờ du lịch phục hồi 16.7 YoY, cho thấy nhu cầu có phục hồi nhưng chưa cao.

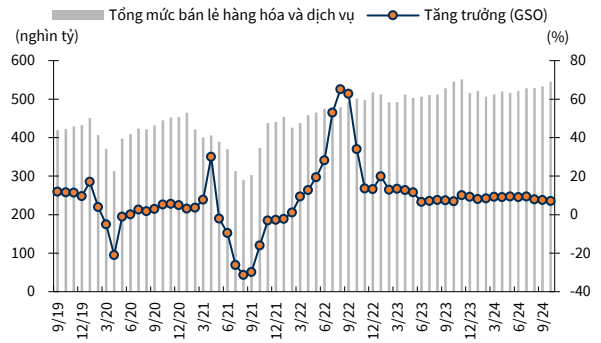
Theo KBSV, nhu cầu tiêu dùng trong 2024 vẫn còn yếu do:

1) Bất ổn kinh tế, địa chính trị trên toàn cầu khiến người dân chủ động tiết kiệm và đầu tư vào các tài sản trú ẩn thay vì chi tiêu.
2) Giá nhà (bao gồm thuê) và các thực phẩm thiết yếu tăng ảnh hưởng đến khả năng chi trả của một số bộ phận người dân.

KBSV cho rằng kì vọng tâm lý người tiêu dùng sẽ tích cực hơn trong 2025 và có độ trễ so với tăng trưởng kinh tế nhờ:

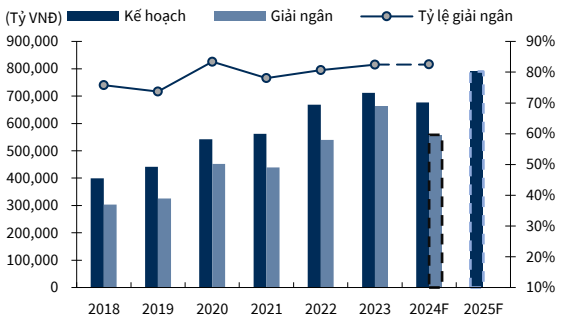
1) Duy trì giảm thuế VAT 2% đến giữa 2025.
2) Kế hoạch đầu tư công 2021-2025 đến giai đoạn nước rút giúp tăng trưởng kinh tế.

Biểu đồ 6. Tổng mức bán lẻ và tăng trưởng



Nguồn: GSO

Biểu đồ 7. Giải ngân đầu tư công



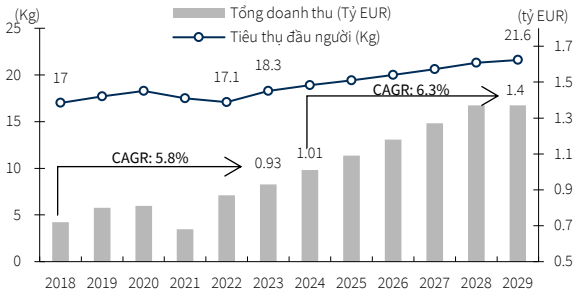
Nguồn: Bộ tài chính, KBSV tổng hợp

Mảng xuất khẩu có tiềm năng tăng trưởng tốt nhờ sự hiện diện lâu năm tại thị trường có tốc độ tăng trưởng dân số cao

Tại thị trường xuất khẩu, Vinamilk xuất khẩu tới 60 quốc gia với Iraq là thị trường chính (chiếm 70-80%). Chúng tôi cho rằng đây là thị trường ngách ít các đối thủ cạnh tranh do tình trạng bất ổn địa chính trị. Tuy vậy, Vinamilk đã thiết lập mối quan hệ kinh doanh từ những năm 1998 và duy trì đà tăng trưởng tốt cho thấy rủi ro này không quá cao.

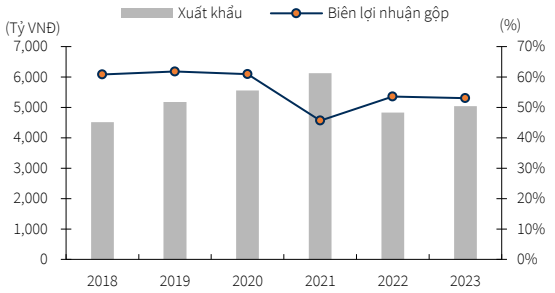
Theo Worldometer, Iraq có tốc độ tăng trưởng dân số cao, đạt 2.28%/2.15% trong 2023/2024, cao hơn mức trung bình thế giới và Việt Nam (Khoảng 0.8%/năm). Vì vậy, thị trường Iraq rất tiềm năng cho sản phẩm sữa bột trẻ em, bên cạnh các sản phẩm truyền thống khác. Theo Statista, tiêu thụ sữa tại Iraq trong giai đoạn 2018-2023 đạt 5.3% và có thể đạt 6.3% trong giai đoạn 2024-2029. Dựa trên quan điểm thận trọng, KBSV dự phóng tăng trưởng thị trường xuất khẩu đạt CAGR 5% trong kịch bản cơ sở.

Bảng 8. Tiêu thụ sữa tại Iraq



Nguồn: Statista

Bảng 9. KQKD mảng Xuất khẩu của Vinamilk



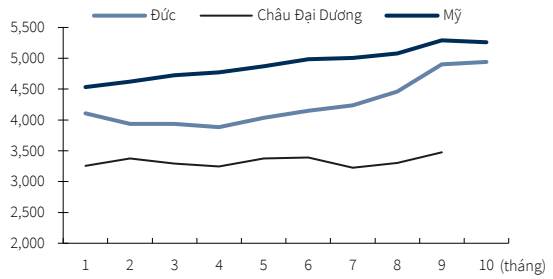
Nguồn: VNM, KBSV tổng hợp

Chi phí sữa bột nhập khẩu dự kiến tăng sẽ tạo áp lực lên biên lợi nhuận gộp nhưng được bù đắp bởi khả năng tăng giá

Theo Global Dairy Trade, giá bột sữa gầy và toàn phần đang gặp áp lực tăng giá trong 2025 do (1) Đồng USD mạnh lên khiến chi phí nuôi bò tại EU, Úc và Newzealand có xu hướng tăng (2) các nhà sản xuất chuyển hướng sang sản xuất kem béo khiến nguồn cung bột sữa giảm.

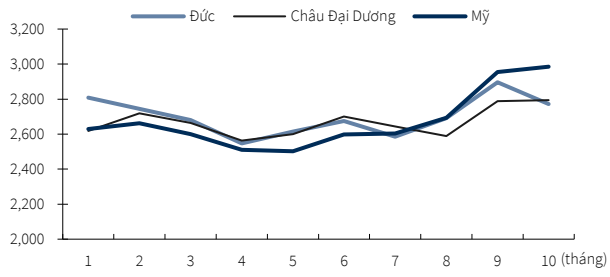
Trong kịch bản cơ sở, KBSV dự phóng chi phí bột sữa (chiếm khoảng 30-40% chi phí nguyên liệu) sẽ tăng 4% nhưng biên lợi nhuận gộp sẽ không bị ảnh hưởng quá nhiều do VNM còn nhiều dư địa tăng giá bán.

Biểu đồ 10. Giá bột toàn phần (EUR) tại các khu vực chính trong 2024



Nguồn: CLAL, GDT

Biểu đồ 11. Giá bột sữa gầy (EUR) tại các khu vực chính trong 2024



Nguồn: CLAL, GDT

Dự phóng KQKD và định giá

Bảng 12. Dự phóng KQKD 2024

(tỷ VND)	2023	2024E	+/- YoY	2025F	+/- YoY	Chú thích KBSV
Doanh thu	60,369	62,066	2.8%	64,385	3.7%	
Nội địa	50,617	50,807	0.3%	52,341	3.0%	KBSV dự phóng tăng trưởng quý 4 đạt 1% YoY và 1.5% QoQ. Theo BLĐ, doanh số tháng 10 đã phục hồi trở lại và tăng trưởng so với tháng trước và cùng kì.
Xuất khẩu	5,039	5,827	15.6%	6,118	5.0%	Điều chỉnh giảm tốc độ tăng trưởng phản ánh rủi ro mảng xuất khẩu.
Chi nhánh nước ngoài	4,713	5,538	17.5%	5,926	7.0%	
Lợi nhuận gộp	24,545	25,877	5.4%	26,350	1.8%	Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ phản ánh áp lực giá bột sữa đầu vào tăng nhưng được bù đắp bởi khả năng tăng giá bán.
Biên lợi nhuận gộp	*40.7%*	*41.7%*	+99bps	*40.9%*	-77 bps	
SG&A	-14,774	-15,158	2.6%	-15,544	2.5%	Chi phí tiếp thị duy trì đà tăng.
Lợi nhuận từ HĐKD	10,904	10,720	-1.7%	10,807	0.8%	
Lợi nhuận trước thuế	10,968	11,770	7.3%	11,721	-0.4%	Doanh thu và lợi nhuận dự kiến hoàn thành 98/99 kế hoạch kinh doanh trong 2024. Lợi nhuận năm 2025 dự kiến giảm nhẹ.
Lợi nhuận sau thuế	9,019	9,594	6.3%	9,554	-0.4%	
LN sau thuế công ty mẹ	8,874	9,310	4.9%	9,271	-0.4%	
Biên LNST	*14.7%*	*15.0%*	+30bps	*14.4%*	-60bps	

Nguồn: VNM, KBSV dự phóng

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 75,300 VND

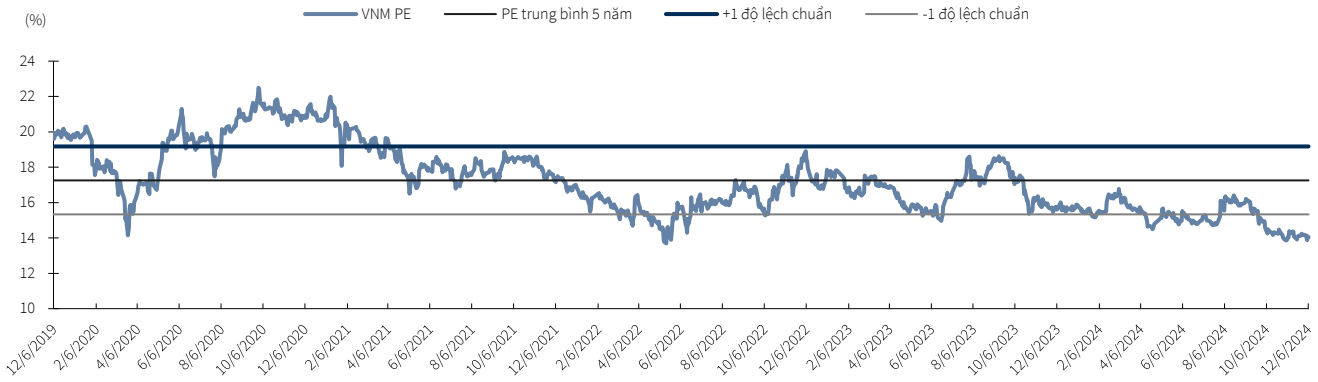
Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu VNM với phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF phản ánh mô hình kinh doanh của VNM tương đối ổn định và tăng trưởng chậm. VNM hiện đang giao dịch ở mức định giá hấp dẫn (dưới -1 độ lệch chuẩn trung bình 5 năm) cùng tỉ suất cổ tức dự phóng 2025/giá hiện tại là 6%. Vì vậy, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VNM, mức giá mục tiêu **75,300 VND/cp**, cao hơn 17% giá đóng cửa ngày 06/12/2024.

Bảng 13. Dự báo FCFF và các giả định

Beta	0.70	Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền 2025-2029 (Tỷ VNĐ)	40,683
Lãi suất phi rủi ro	4.7%	Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng (Tỷ VNĐ)	104,960
Chi phí vốn chủ	10.2%	**Tổng giá trị hiện tại** (Tỷ VNĐ)	**145,378**
Phần bù rủi ro	7.8%	Nợ ròng (Tỷ VNĐ)	16,147
Chi phí lãi vay	3.7%	Cổ đông không kiểm soát (Tỷ VNĐ)	4,131
Tăng trưởng dài hạn	1.5%	Giá trị VCSH (tỷ VNĐ)	157,395
WACC	9.8%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	2,089
		Giá trị VCSH/ cổ phiếu	**75,300**

Nguồn: KBSV

Biểu đồ 14. Diễn biến P/E của VNM giai đoạn 2019-2024



Nguồn: Bloomberg, KBSV

PHỤ LỤC

Báo cáo Kết quả HĐKD

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	59,956	60,369	62,066	64,385
Giá vốn hàng bán	-36,059	-35,824	-36,189	-39,128
Lãi gộp	23,897	24,545	25,877	26,350
Doanh thu tài chính	1,380	1,716	1,462	1,317
Chi phí tài chính	-618	-503	-398	-403
Gồm: Chi phí lãi vay	-166	-354	-300	-301
Lãi/(lỗ) liên doanh	-25	-81	14	0
Chi phí bán hàng	-12,548	-13,018	-13,455	-13,822
Chi phí quản lý DN	-1,596	-1,756	-1,703	-1,722
Lãi/(lỗ) từ HĐ kinh doanh	10,491	10,904	11,797	11,721
Lãi/(lỗ) khác	4	64	-27	0
Lãi/(lỗ) trước thuế	10,496	10,968	11,770	11,721
Thuế doanh nghiệp	1,918	1,949	2,175	2,166
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	8,578	9,019	9,595	9,554
Lợi ích của cổ đông thiểu số	100	62	285	284
Lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ	8,478	8,958	9,310	9,271

Chỉ số hoạt động

	2022	2023	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	39.9%	40.7%	41.7%	40.9%
Tỷ suất EBITDA	19.8%	20.0%	21.0%	20.5%
Tỷ suất EBIT	16.3%	16.2%	17.3%	16.8%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	17.5%	18.2%	19.0%	18.2%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	17.5%	18.1%	19.0%	18.2%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	14.1%	14.8%	15.0%	14.4%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
Lãi trước thuế	10,496	10,968	11,770	11,721
Khấu hao TSCĐ	2,341	2,300	2,318	2,421
(Lãi)/lỗ từ HĐ đầu tư	-1,087	-1,357	-1,312	-1,317
Chi phí lãi vay	166	354	359	403
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	11,915	12,266	13,135	13,228
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-288	-245	467	-477
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	851	-1,021	-644	-220
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-386	-443	-80	128
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-73	8	61	-357
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-3,180	-2,670	-3,717	-2,858
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động sản xuất kinh doanh	8,839	7,894	9,222	9,445
Tiền mua bán tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-1,457	-1,580	-1,597	-1,320
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	137	105	53	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	0	-2,856	-2,074	-1,669
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	3,635	0	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-43	-36	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào doanh nghiệp khác	0	11	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	1,201	1,368	1,258	1,317
Lưu chuyển tiền HĐ đầu tư	3,473	-2,989	-2,360	-1,671
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	338	490	722	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	-143	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	6,258	11,788	0	418
Tiền trả các khoản đi vay	-10,789	-8,277	-481	0
Cổ tức đã trả	-8,167	-8,152	-8,083	-8,046
Tiền lãi đã trả	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền HĐ tài chính	-12,360	-4,293	-7,842	-7,628
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-48	612	-980	145
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	2,349	2,300	2,912	1,931
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	2,300	2,912	1,931	2,077

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
Tổng tài sản	48,483	52,673	53,502	54,849
Tài sản ngắn hạn	31,560	35,936	37,164	39,674
Tiền & tương đương tiền	2,300	2,912	1,931	2,077
Đầu tư ngắn hạn	17,414	20,137	22,212	23,880
Khoản phải thu	6,309	6,759	6,477	6,954
Hàng tồn kho	5,538	6,128	6,543	6,763
Tài sản dài hạn	16,922	16,737	16,338	15,175
Khoản phải thu dài hạn	38	16	17	17
Tài sản cố định	11,961	12,745	12,183	11,065
Tài sản dở dang dài hạn	1,805	937	1,386	1,648
Đầu tư dài hạn	1,551	1,717	1,675	1,613
Lợi thế thương mại	1,568	1,322	1,076	831
Nợ phải trả	15,666	17,648	16,047	16,813
Nợ ngắn hạn	15,308	17,139	15,594	16,360
Phải trả người bán	4,284	3,806	3,810	3,938
Vay ngắn hạn	4,867	8,218	7,812	8,230
Các khoản nợ khác	6,157	5,115	3,971	4,191
Nợ dài hạn	358	509	453	453
Vay dài hạn	66	239	183	183
Nợ dài hạn khác	292	270	270	270
Vốn chủ sở hữu	32,817	35,026	37,454	38,036
Vốn góp	20,900	20,900	20,900	20,900
Thặng dư vốn cổ phần	34	34	34	34
Quỹ khác	93	174	288	288
Lãi chưa phân phối	3,354	3,926	4,523	3,893
Vốn đầu tư phát triển	5,470	6,663	7,579	8,506
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,968	3,329	4,131	4,414

Chỉ số chính

(x,%,VND)				
Chỉ số định giá				
P/E	18.1	14.9	14.4	14.5
P/E pha loãng	18.1	14.9	14.4	14.5
P/B	4.7	4.3	4.0	3.9
P/S	2.7	2.2	2.2	2.1
P/Tangible Book	4.8	4.0	3.7	3.6
EV/EBITDA	11.3	11.3	9.1	8.8
EV/EBIT	13.6	13.6	11.0	11.9
Hiệu quả quản lý				
ROE%	26%	26%	26%	25%
ROA%	17%	17%	18%	18%
ROIC%	31%	31%	33%	33%
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.2	0.2	0.1	0.1
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.7	1.7	2.0	2.0
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.1	2.1	2.4	2.4
Vốn vay dài hạn/VCSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Vốn vay dài hạn/TTS	0.0	0.0	0.0	0.0
Vốn vay ngắn hạn/VCSH	0.2	0.2	0.2	0.2
Vốn vay ngắn hạn/TTS	0.2	0.2	0.1	0.2
Công nợ ngắn hạn/VCSH	0.3	0.3	0.2	0.2
Công nợ ngắn hạn/TTS	0.2	0.2	0.2	0.2
Tổng công nợ/VCSH	0.3	0.3	0.2	0.2
Tổng công nợ/TTS	0.2	0.2	0.2	0.2
Chỉ số hoạt động				
Vòng quay phải thu	8.9	8.9	9.6	9.3
Vòng quay HTK	5.8	5.8	5.5	5.8
Vòng quay phải trả	9.3	9.3	9.4	10.2

Nguồn: VNM, KBSV

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Khối phân tích
research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích
quannd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích
anhnhd@kbsec.com.vn

Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích
trangnt6@kbsec.com.vn

Công nghiệp & Vật liệu

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược
anhtd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienns@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@kbsec.com.vn

Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích
anhnv3@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:
Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:
Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:
Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:
Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ
Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656
Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276
Email: ccc@kbsec.com.vn
Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu
(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15 hoặc cao hơn	trong khoảng +15 và -15	-15 hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành
(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.