

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 81% tổng doanh thu đến từ thị trường nội địa và 19% đến từ thị trường nước ngoài. Sản phẩm của VNM tập trung vào 04 phân khúc chính là sữa nước, sữa bột, sữa đặc và sữa chua.

Khuyến nghị

TRUNG LẬP

Giá mục tiêu	66.200
Tiềm năng tăng giá	9,4%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	3,3%
Tỷ suất sinh lời	12,7%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Đồ uống
Thị giá (19/08/2025)	60.500
Biến động 1 năm	50.2 – 70.4
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	3.782.169
Vốn hóa (Tỷ đồng)	126.442
P/E	14,8x
P/B	3,55x
%NN sở hữu	48,93%

Diễn biến giá



	3T	6T	12T
VNM	9,6%	0,0%	-17,8%
VNindex	23,7%	26,6%	30,7%

Tỷ lệ sở hữu

SCIC	36,07%
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

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

Bloomberg: VCBS <GO>

TIỀM NĂNG ĐẾN TỪ CÁC SẢN PHẨM MỚI

ĐÁNH GIÁ: TRUNG LẬP

Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** với giá mục tiêu **66.200 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 15,8x dựa trên tiềm năng tăng trưởng của các sản phẩm mới nhưng tiêu dùng nội địa dự kiến suy yếu, xuất khẩu tiếp tục tăng trưởng, biên lợi nhuận dự báo đi ngang.

CẬP NHẬT KQKD:

DTT và LNST Q2.2025 lần lượt đạt 16.725 tỷ đồng (+0,4% yoy) và 2.475 tỷ đồng (-7,3% yoy). Doanh thu quý lập đỉnh mới trong do thị trường nội địa phục hồi nhẹ. Lũy kế 6T.2025, DTT ghi nhận 29.659 tỷ đồng (-3,6% yoy), trong đó doanh thu nội địa giảm -5,6% yoy và doanh thu xuất khẩu tăng 5,1% yoy.

Biên lợi nhuận gộp Q2 đạt 42,0%, cải thiện khoảng 1,7% so với quý 1 nhờ sản lượng tăng trở lại sau giai đoạn tái cấu trúc kênh bán hàng. Tỷ lệ Chi phí SG&A/DTT đạt 26,2%, tăng 1,8% svck do VNM liên tục tung và tái tung các sản phẩm mới. Theo đó, LNST 6T.2025 giảm mạnh hơn đà giảm của doanh thu, chỉ đạt 4.043 tỷ đồng (-16,9% yoy).

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tiêu thụ sữa có dấu hiệu chậm lại, tiềm năng đến từ các sản phẩm mới: Sản lượng sữa có dấu hiệu giảm từ tháng 5 và tăng trưởng ngành FMCG đã giảm trong tháng 6. Tuy nhiên, các sản phẩm mới của VNM được đón nhận khá tốt với doanh số quý 2 cao kỷ lục, kỳ vọng đóng góp đáng kể vào tăng trưởng trong thời gian tới.

Biên lợi nhuận kỳ vọng đi ngang so với Q2.2025: Giá sữa bột đầu vào kỳ vọng sẽ dao động quanh mức hiện tại hoặc giảm nhẹ. Bên cạnh đó, VNM đã chốt giá nguyên vật liệu cho H2.2025.

Chiến dịch marketing hiệu quả, tuy nhiên tỷ lệ Chi phí SG&A/Doanh thu dự báo cao hơn năm trước: VNM đã và đang cải tạo và mở nhiều cửa hàng mới để giới thiệu sản phẩm mới, theo đó doanh số của các sản phẩm mới trong quý 2 đạt mức cao kỷ lục. Tuy nhiên, tỷ lệ chi phí SG&A/Doanh thu dự báo cao hơn cùng kỳ do VNM liên tục tung mới và tái tung nhiều sản phẩm.

Thị trường nước ngoài vẫn là điểm sáng: Doanh thu xuất khẩu dự báo tiếp tục tăng trưởng do VNM luôn chủ động tìm kiếm khách hàng mới cùng với thế mạnh về danh mục sản phẩm đa dạng.

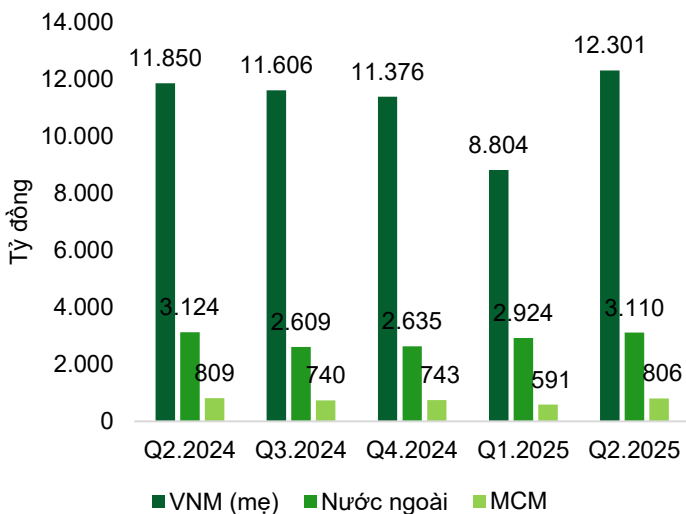
Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025F	2026F
Tăng trưởng DT	0,7%	2,3%	-1,9%	5,3%
Tăng trưởng LNST	4,2%	5,8%	-6,9%	8,4%
Nợ/TTS (%)	16,1%	16,8%	15,9%	12,9%
TS LN gộp (%)	40,7%	41,4%	41,5%	41,2%
ROE – TTM (%)	25,8%	26,1%	24,1%	25,3%
EPS - TTM (đồng)	3.796	4.022	4.183	4.536
P/E	14,7x	13,4x	15,8x	14,6x

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2025

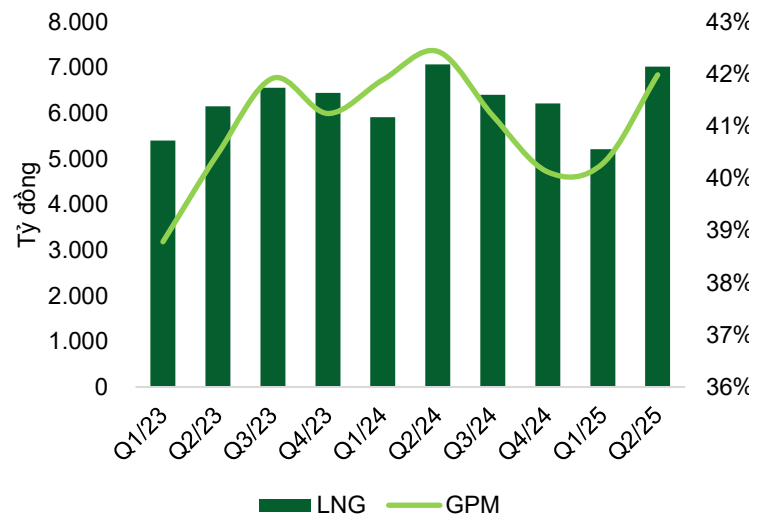
Tóm tắt biến động kinh doanh Q2.2025

Tiêu chí	Q2.2024	Q2.2025	% YOY	Luỹ kế 6T.2024	Luỹ kế 6T.2025	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu thuần	16.656	16.725	+0,4%	30.768	29.659	-3,6%	Doanh thu Q2.2025 tăng nhẹ svck, lập đỉnh mới nhờ sự phục hồi trong kinh doanh nội địa. Động lực tăng trưởng của VNM đến từ sự hiệu quả trong hoạt động phân phối và marketing, bên cạnh đó niềm tin của người tiêu dùng đối với các sản phẩm sữa uy tín cũng gia tăng sau các vụ việc sữa giả bị phát hiện hồi tháng 4.
- Nội địa	13.532	13.614	+0,6%	25.028	23.624	-5,6%	
- Nước ngoài	3.124	3.111	-0,4%	5.740	6.035	+5,1%	
Xuất khẩu	1.740	1.887	+8,5%	3.037	3.507	+15,5%	Doanh thu xuất khẩu tiếp tục tăng trưởng tích cực nhờ (1) Cao cấp hoá danh mục sản phẩm tại các thị trường truyền thống dựa trên thế mạnh trong phân khúc phổ thông, (2) VNM mở rộng thêm 1 thị trường xuất khẩu mới, nâng tổng thị trường xuất khẩu lên 65 (3) Sản phẩm sữa đặc thương hiệu Ngôi sao Phương Nam đã được cấp phép vào thị trường Trung Quốc.
CN nước ngoài	1.384	1.223	-11,6%	2.703	2.527	-6,5%	
LNST	2.670	2.475	-7,3%	4.865	4.043	-16,9%	LNST sụt giảm mạnh svck, mạnh hơn đà giảm của doanh thu do biên lợi nhuận gộp thu hẹp, tỷ lệ Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/Doanh thu cao hơn cùng kỳ khoảng 1,8% do VNM liên tục tung và tái tung các sản phẩm mới.
Biên gộp	42,4%	42%	-0,4%	42,2%	41,2%	-1%	Biên lợi nhuận gộp giảm svck do giá sữa bột nhập khẩu đầu vào tăng mạnh, giá sữa bột SMP ước tính tăng 1,6% svck và giá sữa bột WMP ước tính tăng 23,3% svck.

Hình 1: KQKD của VNM



Hình 2: Lợi nhuận gộp theo quý của VNM



Nguồn: VNM, VCBS tổng hợp

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

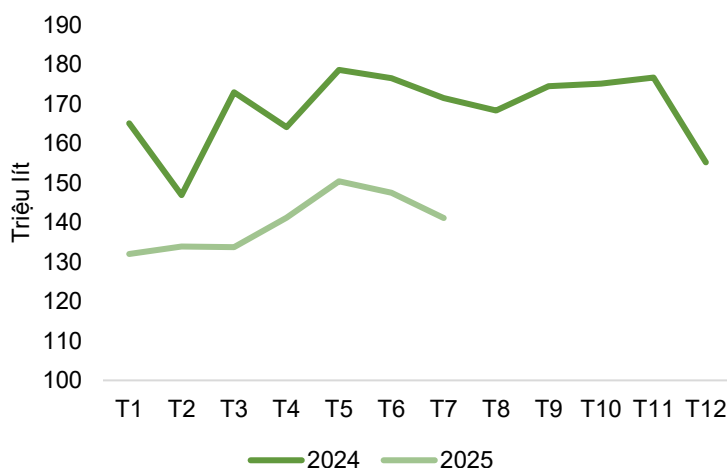
Tiêu thụ sữa dự báo chậm lại trong nửa cuối năm, động lực tăng trưởng đến từ các sản phẩm mới

Theo Tổng cục Thống kê, sản lượng sữa tươi hồi phục trong tháng 4 và tháng 5, nhưng có tín hiệu giảm trở lại từ tháng 6. Luỹ kế 7T.2025, sản lượng sữa tươi ghi nhận giảm 16,7% svck.

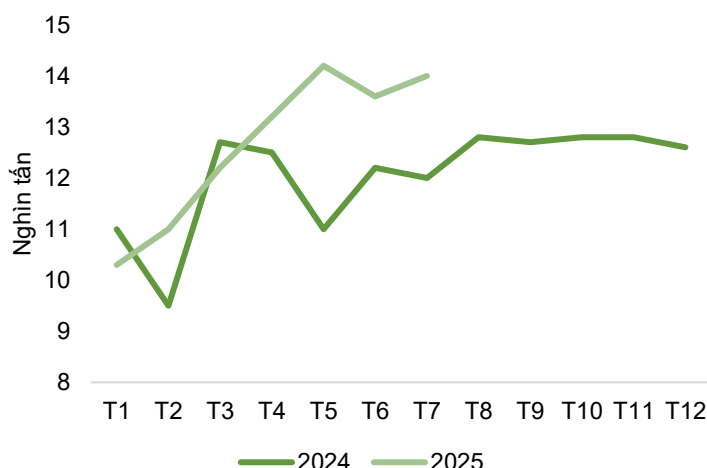
Đối với sữa bột, sản lượng hồi phục khá tốt từ đầu năm. Luỹ kế 7T.2025, sản lượng sữa bột tăng 9,4% svck. Tiêu thụ sữa bột của VNM có thể tăng trưởng tích cực sau khi các vụ việc về sữa bột giả được phát hiện hồi đầu tháng 4, niềm tin của người tiêu dùng dành cho các sản phẩm sữa uy tín gia tăng.

Tuy nhiên, tiêu thụ sữa trong nửa cuối năm có thể sẽ chậm lại. Quy định thuế mới đối với hộ kinh doanh có tác động tới một số nhà bán lẻ, đặc biệt là các hộ kinh doanh nhỏ, một số đã buộc phải tạm ngừng hoạt động hoặc tạm dừng kinh doanh. Bên cạnh đó, tăng trưởng ngành hàng FMCG đã giảm xuống mức 2,6% vào tháng 6/2025. Ngành sữa trong 6 tháng đầu năm cũng tăng trưởng âm 0,5% svck.

Hình 3: Sản lượng sữa tươi giai đoạn 2024 – 2025



Hình 4: Sản lượng sữa bột giai đoạn 2024 – 2025



Nguồn: GSO, VCBS tổng hợp

Các sản phẩm mới và các sản phẩm ngoài ngành sữa có thể sẽ là động lực tăng trưởng cho VNM trong thời gian tới. Theo chia sẻ của Ban lãnh đạo, đóng góp doanh số từ các sản phẩm mới trong quý 2 đạt mức cao kỷ lục. Các sản phẩm mới thành công như kem Gelato và sữa tươi giàu protein sẽ được triển khai rộng rãi hơn trong quý 3 và quý 4, dự kiến sẽ đóng góp đáng kể vào tăng trưởng trong nửa cuối năm và trong năm tới.

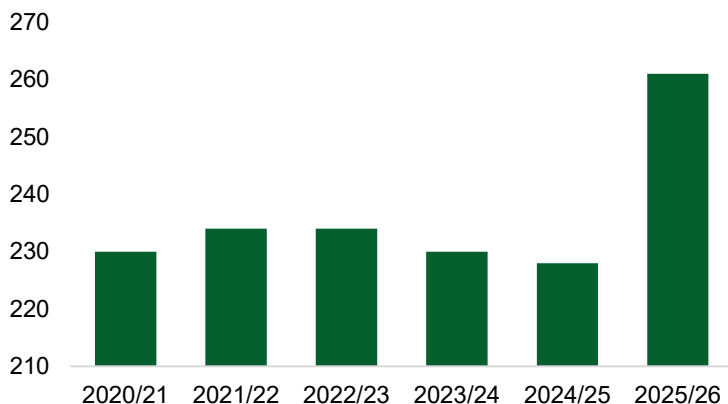
Bên cạnh đó, MCM đã giới thiệu thương hiệu cao cấp là Mộc Châu Creamery trong T7.2025. Các sản phẩm dự kiến được phân phối dưới thương hiệu Mộc Châu Creamery bao gồm sữa tươi tiệt trùng và sữa chua ăn, kỳ vọng sẽ giúp doanh nghiệp mở rộng thị trường thông qua việc cao cấp hoá danh mục sản phẩm.

Biên lợi nhuận gộp trong nửa cuối năm dự kiến đi ngang

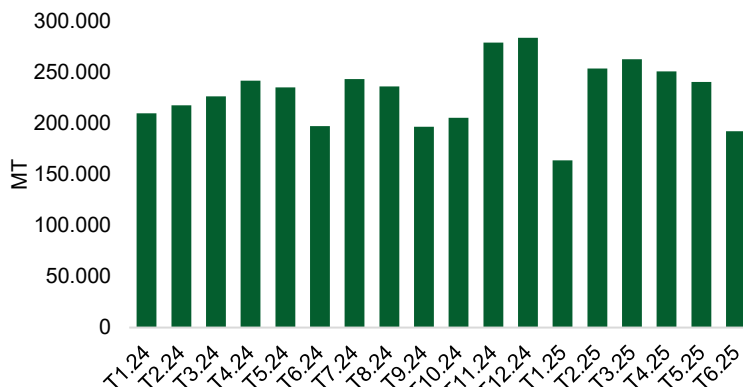
Chúng tôi kỳ vọng giá sữa bột đầu vào sẽ dao động quanh mức hiện tại hoặc giảm nhẹ. Giá sữa bột SMP dự báo đi ngang do nhu cầu SMP từ ngành thực phẩm vẫn ổn định. Sản lượng SMP tại EU và Australia dự báo giảm do sản lượng sữa và lợi nhuận từ SMP thấp, các nhà chế biến sữa tập trung sản xuất phô mai với biên lợi nhuận cao hơn. Giá sữa bột WMP dự báo điều chỉnh giảm do nguồn cung dự báo tăng, sản lượng sữa tại New Zealand tăng khá mạnh svck nhờ thời tiết thuận lợi

hơn, hỗ trợ sự phát triển của đồng cỏ. Trong khi đó, nhu cầu nhập khẩu của Trung Quốc có dấu hiệu chững lại dù sản lượng WMP nội địa thấp, nhu cầu WMP chưa cải thiện do nền kinh tế suy yếu.

Hình 5: Sản lượng sữa tại New Zealand tháng 6



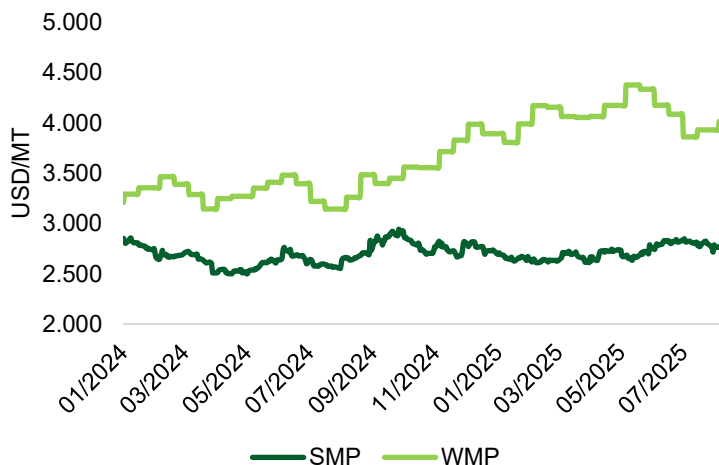
Hình 6: Sản lượng nhập khẩu sữa bột tại Trung Quốc có dấu hiệu chững lại



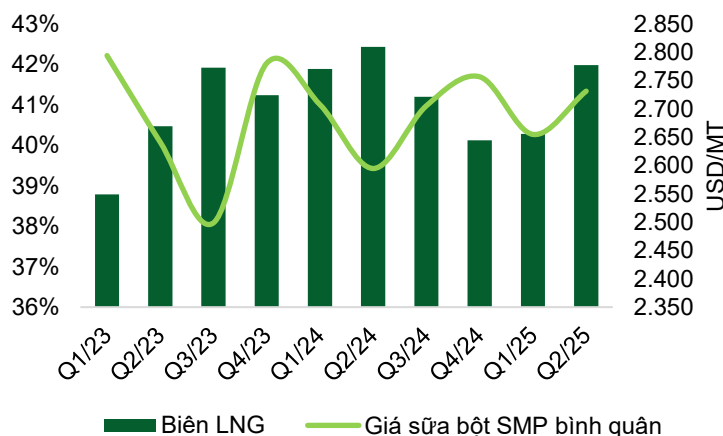
Nguồn: CLAL, Fonterra, VCBS tổng hợp

Biên lợi nhuận trong H2.2025 kỳ vọng đi ngang so với Q2.2025 do VNM đã chốt gần hết giá nguyên vật liệu cho nửa cuối năm, và giá sữa bột SMP hiện tại tăng nhẹ 2,4% so với bình quân quý trước nhưng giá sữa bột WMP đã giảm 6,8% so với bình quân quý trước. Bên cạnh đó, giá sữa bột đã bật tăng từ H2.2024 khiến biên lợi nhuận gộp giảm khá mạnh, do đó biên lợi nhuận gộp trong H2.2025 kỳ vọng sẽ không thấp hơn cùng kỳ.

Hình 7: Giá sữa bột SMP và WMP



Hình 8: Biên LNG của VNM và giá sữa bột SMP bình quân



Nguồn: Bloomberg, VNM, VCBS tổng hợp

Chiến lược marketing mang lại hiệu quả khi doanh số các sản phẩm mới tăng mạnh

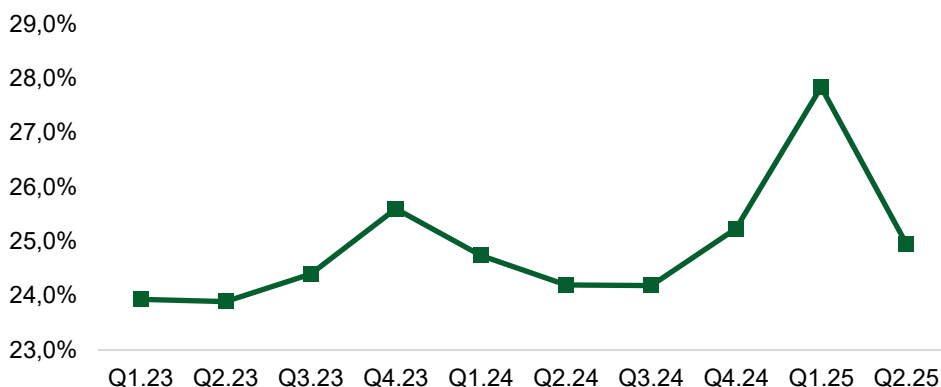
Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu dự báo đi ngang do VNM liên tục phát triển và tái tung các sản phẩm phù hợp xu hướng

Vinamilk đã và đang cải tạo và mở nhiều cửa hàng mới để giới thiệu sản phẩm mới và tương tác trực tiếp với người tiêu dùng, theo đó doanh số của các sản phẩm mới trong quý 2 đạt mức cao kỷ lục. Hiện tại, Công ty đang có khoảng 600 cửa hàng và có kế hoạch mở tới 800 cửa hàng vào cuối năm nay, và sẽ tiếp tục mở thêm cửa hàng vào năm tới. Việc mở thêm các cửa hàng riêng của Vinamilk

được xem là một giải pháp để bù đắp cho sự sụt giảm số lượng các cửa hàng bán lẻ truyền thống.

Tỷ lệ Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/Doanh thu của VNM kỳ vọng sẽ ổn định quanh mức 25%. Tỷ lệ này đã cải thiện khá tốt so với quý 1 do doanh số trong quý 2 đã cải thiện khá mạnh, tuy nhiên dự báo khó tiếp tục giảm do VNM liên tục ra mắt các sản phẩm mới. Trong 6T.2025, VNM đã tung mới và tái tung hơn 70 sản phẩm. Các sản phẩm mới này được thiết kế để phù hợp với nhu cầu thị trường đang thịnh hành ở Việt Nam, bao gồm sản phẩm protein cao, sản phẩm từ thực vật và sản phẩm với các thành phần đặc biệt hấp dẫn giới trẻ.

Hình 7: Tỷ lệ Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/Doanh thu của VNM



Nguồn: VNM, VCBS tổng hợp

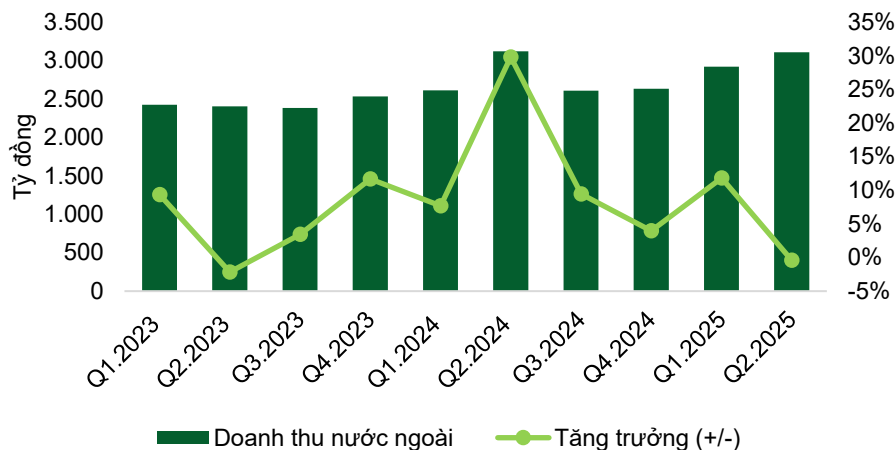
Về MCM, Công ty sẽ đi theo cách tái cơ cấu và tái định vị của VNM. Trong T7.2025, MCM đã giới thiệu thương hiệu cao cấp là Mộc Châu Creamery. Đây là bước đi đầu tiên trong nỗ lực tái định vị thương hiệu MCM, tương tự như những gì đã được thực hiện cho Vinamilk vào năm 2023 và 2024. Các sản phẩm dự kiến được phân phối tại các đô thị lớn trước khi được mở rộng sang các tỉnh thành khác.

Thị trường nước ngoài kỳ vọng là trọng điểm tăng trưởng trong H2.2025

Doanh thu xuất khẩu tăng trưởng 15,5% svck, góp phần giúp doanh thu nước ngoài đóng góp khoảng 20% vào tổng doanh thu của VNM trong 6T.2025. Chiến lược của VNM là cao cấp hoá danh mục sản phẩm tại các thị trường truyền thống, tận dụng thế mạnh về phân phối và giá trị thương hiệu, và tiếp tục mở rộng sang các thị trường cao cấp như Đài Loan, Nhật Bản, Úc. Bên cạnh đó, Công ty đã nhận được chứng nhận xuất khẩu cho sản phẩm sữa đặc Ngôi sao Phương Nam sang thị trường Trung Quốc, dự kiến sẽ giúp VNM mở rộng thị phần tại quốc gia này, đóng góp vào tăng trưởng doanh thu xuất khẩu trong tương lai. Ngoài ra, VNM đã có thêm 1 thị trường xuất khẩu mới, nâng tổng số thị trường xuất khẩu lên 65.

Đối với các chi nhánh nước ngoài, doanh thu sụt giảm svck do tâm lý người tiêu dùng khá yếu tại Campuchia sau tin tức thuế quan của Mỹ, ảnh hưởng tới doanh số bán hàng. Tuy nhiên, tâm lý người tiêu dùng kỳ vọng đã ổn định hơn, theo đó kỳ vọng tăng trưởng doanh số của Angkor Milk sẽ cải thiện trong H2.2025.

Hình 8: Tăng trưởng doanh thu thị trường nước ngoài svck



Nguồn: VNM, VCBS tổng hợp

Tiềm năng từ mảng thịt bò trong dài hạn

Mảng thịt bò kỳ vọng mang lại tiềm năng tăng trưởng cho VNM trong dài hạn. Công ty Chăn Nuôi Việt Nhật đã hoàn tất chuỗi giá trị từ đầu đến cuối cho việc sản xuất thịt bò, bao gồm từ chăn nuôi, giết mổ đến phân phối, và đã bắt đầu vận hành các trang trại bò thịt vào T6.2025.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Một số giả định chính trong dự báo KQKD

Tiêu chí	%yoy 24/25	%yoy 25/26	Nguyên nhân
Thị phần	+0 bps	+0 bps	Kỳ vọng thị phần của VNM đi ngang
Thị trường trong nước	-8%	+2%	Tiêu thụ sữa trong H2.2025 dự kiến chậm lại, tuy nhiên có tiềm năng tăng trưởng đến từ các sản phẩm mới trong H2.2025 và trong năm tới
Thị trường nước ngoài	+11,8%	+10%	Kỳ vọng tăng trưởng nhờ chiến lược cao cấp hoá danh mục sản phẩm và tiếp tục mở rộng sang các thị trường mới
Chi phí nguyên vật liệu			
Sữa bột	+14%	-5%	Kỳ vọng giá sữa bột nhập khẩu đầu vào sẽ đi ngang so với H1.2025 do VNM đã chốt giá nguyên vật liệu cho H2.2025, giá sữa bột dự báo đi ngang hoặc giảm nhẹ trong thời gian tới
Sữa tươi từ nông trại	+0%	+0%	Kỳ vọng không biến động do nguồn cung chủ yếu đến từ trong nước
Đường	-7%	+0%	Giá đường liên tục giảm gần đây do nguồn cung trong nước dồi dào nhưng nhu cầu vẫn còn yếu
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 và LNST của VNM trong năm 2025 lần lượt đạt **60.607 tỷ đồng** (-1,9% yoy) và **8.742 tỷ đồng** (-6,9% yoy) (chi tiết tham khảo Phụ lục 2). LNST giảm mạnh hơn đà giảm của doanh thu do tỷ lệ chi phí SG&A/DTT dự báo tăng khoảng 0,5 – 1% so với năm trước do trong năm 2025, VNM thực hiện tái cơ cấu kênh bán hàng và liên tục phát triển các sản phẩm mới.

Định giá

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **66.200 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 15,8x 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 = 8,52% theo CAPM ($R_f = 3,33\%$, Risk premium = 8,35%, $\beta = 0,67$)

Định giá bằng FCFF:

FCFF: tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	11.065.796	11.942.618	11.993.482	12.124.632	12.185.307
Thuế	(2.047.959)	(2.210.234)	(2.219.647)	(2.243.919)	(2.255.148)
Khấu hao	2.296.533	2.417.590	2.518.267	2.628.690	2.750.630
Thay đổi vốn lưu động	(290.338)	(106.592)	(166.464)	(177.595)	(171.523)
Đầu tư TSCĐ	(1.592.684)	(1.637.941)	(1.657.376)	(1.629.334)	(1.641.550)
FCFF	9.431.347	10.405.442	10.468.262	10.702.475	10.867.716
NPV giai đoạn 2025-2029F					42.932.310
NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn ($g = 2\%$)					119.270.523
Giá trị VCSH					138.446.913
Số lượng CPLH					2.089.955.445
Định giá					66.244

Thông số tính toán: P/E

(chi tiết trong phụ lục 1 đính kèm)

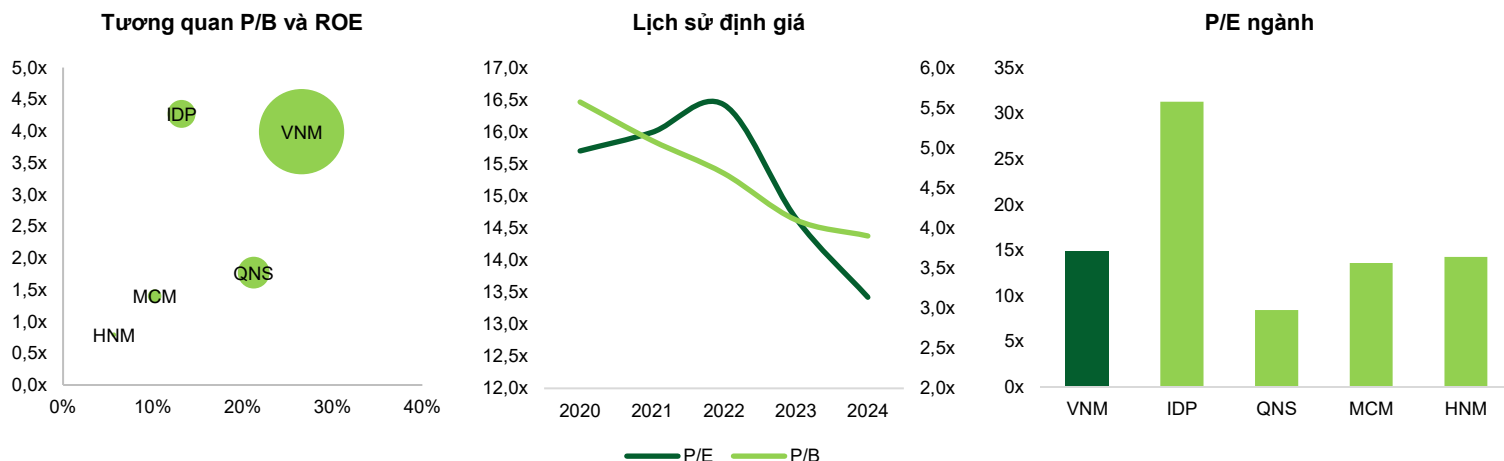
Định giá bằng phương pháp so sánh P/E

Biến số	Hệ số áp dụng
LNST dự phóng 2025 (tỷ đồng)	8.742
P/E áp dụng (trung bình)	15,8x
Vốn hoá ước tính (tỷ đồng)	138.124
Số lượng CPLH (tr.cp)	2.090
Định giá	66.085

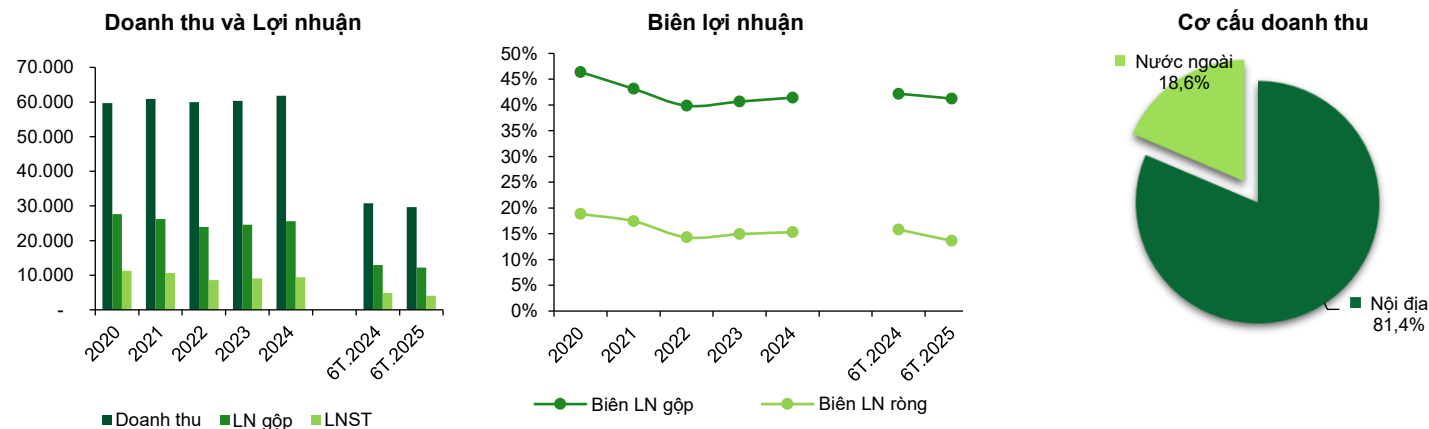
RỦI RO ĐẦU TƯ

- Sữa bột của VNM chủ yếu được nhập khẩu từ nước ngoài nên giá sữa bột đầu vào không giảm như kỳ vọng có thể ảnh hưởng trọng yếu đến biên lợi nhuận gộp của VNM trong năm tới.
- Tiêu dùng trong và ngoài nước kém hơn kỳ vọng sẽ ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ của VNM.
- Chi phí SG&A cao hơn kỳ vọng sẽ ảnh hưởng tới LNST.

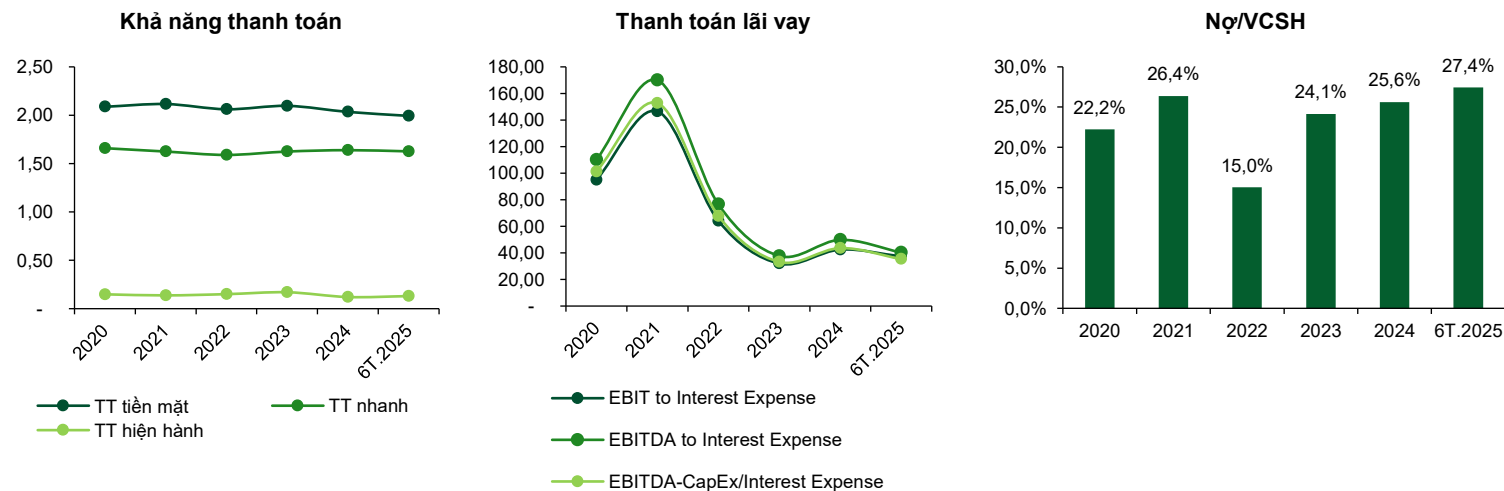
ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI



KẾT QUẢ KINH DOANH



SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH



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

Kết quả kinh doanh	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	61.782.610	60.607.371	63.802.155	66.459.098	69.373.270
- Giá vốn hàng bán	36.192.433	35.462.931	37.530.295	39.484.659	41.552.872
Lợi nhuận gộp	25.590.176	25.144.441	26.271.860	26.974.439	27.820.399
- Chi phí bán hàng	13.357.707	13.636.659	13.794.343	14.368.787	14.998.845
- Chi phí quản lí DN	1.827.917	1.793.146	1.887.668	1.966.277	2.052.496
Lợi nhuận HDKD	10.404.553	9.714.636	10.589.850	10.639.375	10.769.057
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-31.121	-30.529	-32.139	-33.477	-34.945
- Lợi nhuận khác	-1.443.404	-1.320.630	-1.320.630	-1.320.630	-1.320.630
EBIT	11.879.078	11.065.796	11.942.618	11.993.482	12.124.632
- Chi phí lãi vay	279.425	268.992	235.427	185.508	131.849
LNTT	11.599.654	10.796.803	11.707.191	11.807.975	11.992.783
- Thuế TNDN	2.146.761	1.998.176	2.166.663	2.185.315	2.219.518
LNST	9.452.893	8.798.627	9.540.528	9.622.660	9.773.265
- Lợi ích CĐTS	60.583	56.390	61.144	61.671	62.636
LNST CĐ CT Mẹ	9.392.310	8.742.237	9.479.384	9.560.989	9.710.630
EPS (đ)	4.022	4.183	4.536	4.575	4.646
EBITDA	13.316.349	14.360.208	14.511.749	14.753.322	14.935.936
Tăng trưởng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	2,3%	-1,9%	5,3%	4,2%	4,4%
LN HDKD	6,5%	-6,6%	9,0%	0,5%	1,2%
LN Hợp nhất	4,8%	-6,9%	8,4%	0,9%	1,6%
LNST	5,8%	-6,9%	8,4%	0,9%	1,6%
EBIT	4,9%	-6,8%	7,9%	0,4%	1,1%
EPS	6,0%	4,0%	8,4%	0,9%	1,6%
Tổng tài sản	4,5%	-0,8%	0,0%	-0,1%	-0,1%
Nợ vay	9,7%	-6,6%	-18,8%	-24,2%	-35,1%
VCSH	3,3%	1,1%	3,1%	3,2%	3,5%
Khả năng sinh lời	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Tỷ suất LNG	41,4%	41,5%	41,2%	40,6%	40,1%
Tỷ suất LNST	15,3%	14,5%	15,0%	14,5%	14,1%
ROE DuPont	26,6%	24,2%	25,7%	25,1%	24,7%
ROA DuPont	17,6%	16,0%	17,5%	17,6%	17,9%
Tỷ suất EBIT	19,2%	18,3%	18,7%	18,0%	17,5%
LNTT / LNST	81,5%	81,5%	81,5%	81,5%	81,5%
LNTT / EBIT	97,6%	97,6%	98,0%	98,5%	98,9%
Vòng quay TTS	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3
Đòn bẩy tài chính	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4
ROIC	21,3%	19,4%	21,2%	21,6%	22,2%
Hiệu quả hoạt động	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Số ngày tồn kho	28,3	28,5	27,5	27,7	27,7
Số ngày phải thu	59,6	59,5	58,5	58,4	58,5
Số ngày phải trả	38,7	39,3	37,7	37,8	37,8
Luân chuyển tiền	49,1	48,7	48,3	48,3	48,4
COGS/Hàng tồn kho	6,1	6,1	6,2	6,3	6,2
An toàn tài chính	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
TT hiện hành	2,03	2,13	2,31	2,54	2,85
TT nhanh	1,64	1,71	1,84	2,01	2,23
TT tiền mặt	0,12	0,12	0,14	0,16	0,18
Nợ / Tài sản	0,17	0,16	0,13	0,10	0,06
Nợ / Vốn sử dụng	0,20	0,19	0,16	0,12	0,08
Nợ / Vốn CSH	0,26	0,24	0,19	0,14	0,09
Khả năng TT lãi vay	42,51	41,14	50,73	64,65	91,96

Cân đối kế toán	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Tài sản					
+ Tiền	2.225.944	2.183.601	2.298.705	2.394.431	2.499.425
+ ĐTTT ngắn hạn	23.260.089	23.260.089	23.260.089	23.260.089	23.260.089
+ Phải thu	4.770.800	4.691.076	4.938.356	5.144.006	5.369.567
+ Hàng tồn kho	5.686.840	5.871.986	6.150.247	6.484.418	6.837.960
+ Khác	1.609.978	1.579.352	1.662.604	1.731.841	1.807.781
Tài sản ngắn hạn	37.553.650	37.586.105	38.310.002	39.014.786	39.774.821
+ Tài sản dài hạn	35.086.876	36.679.560	38.317.501	39.974.877	41.604.211
+ Khấu hao lũy kế	21.338.718	23.635.251	26.052.841	28.571.108	31.199.798
+ Tài sản dài hạn	13.748.158	13.044.309	12.264.660	11.403.769	10.404.413
+ ĐTTT dài hạn	751.364	751.364	751.364	751.364	751.364
+ Khác	2.995.889	3.215.420	3.282.391	3.389.204	3.595.767
Tài sản dài hạn	17.495.411	17.011.094	16.298.415	15.544.337	14.751.544
Tổng Tài sản	55.049.062	54.597.199	54.608.417	54.559.123	54.526.366
Nợ & VCSH					
+ Phải trả (ngắn)	3.874.064	3.762.576	3.981.920	4.189.276	4.408.711
+ Vay ngắn hạn	9.115.435	8.533.171	6.940.907	5.268.371	3.426.808
+ Khác	5.470.047	5.365.995	5.648.852	5.884.090	6.142.102
Nợ ngắn hạn	18.459.547	17.661.742	16.571.679	15.341.737	13.977.621
+ Vay dài hạn	157.904	126.323	94.742	63.162	31.581
+ Phải trả dài hạn	257.208	252.315	265.616	276.677	288.809
Nợ dài hạn	415.112	378.638	360.358	339.838	320.390
Tổng nợ	18.874.659	18.040.380	16.932.037	15.681.575	14.298.010
+ 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	11.345.154	11.727.570	12.847.132	14.048.299	15.399.107
+ Lợi ích CĐTS	3.895.583	3.895.583	3.895.583	3.895.583	3.895.583
Vốn chủ sở hữu	36.174.403	36.556.818	37.676.381	38.877.548	40.228.356
Tổng nguồn vốn	55.049.062	54.597.199	54.608.417	54.559.123	54.526.366
Lưu chuyển tiền	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	2.912.027	2.225.944	2.183.601	2.298.705	2.394.431
LNST	9.392.310	8.742.237	9.479.384	9.560.989	9.710.630
+ Khấu hao lũy kế	2.341.065	2.296.533	2.417.590	2.518.267	2.628.690
+ Điều chỉnh	142.088	-224.424	-53.670	-95.752	-194.432
+ Thay đổi VLD	-716.448	-290.338	-106.592	-166.464	-177.595
Tiền từ HĐKD	11.159.016	10.524.009	11.736.712	11.817.040	11.967.293
+ Thanh lý TSCĐ	113.649	0	0	0	0
+ Mua sắm TSCĐ	-1.741.502	-1.592.684	-1.637.941	-1.657.376	-1.629.334
+ Đầu tư ròng	#N/A N/A	0	0	0	0
+ Khác	-3.584.318	0	0	0	0
Tiền từ HĐĐT	-5.212.171	-1.592.684	-1.637.941	-1.657.376	-1.629.334
+ Cổ tức đã trả	-8.046.328	-8.359.822	-8.359.822	-8.359.822	-8.359.822
+ Tăng (giảm) vốn	722.407	0	0	0	0
+ Nợ ngắn hạn	17.420.429	-582.264	-1.592.265	-1.672.535	-1.841.563
+ Nợ dài hạn	16.624.470	-31.581	-31.581	-31.581	-31.581
+ Khác	-104.967	0	0	0	0
Tiền từ HĐTC	-6.632.929	-8.973.667	-9.983.667	10.063.938	-10.232.966
Lưu chuyển tiền	-686.084	-42.342	115.104	95.726	104.994
Tiền cuối năm	2.225.944	2.183.601	2.298.705	2.394.431	2.499.425

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
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	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

Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

ldquang@vcbs.com.vn

Giang Đặng Ánh Phương

Chuyên viên Phân tích

gdaphuong@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

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

Bloomberg: VCBS <GO>