

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	70.700
Tiềm năng tăng giá	8,8%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	5,8%
Tỷ suất sinh lời	14,6%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Đồ uống
Thị giá (02/12/2025)	65.000
Biến động 1 năm	48.0 – 64.5
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	4.270.950
Vốn hóa (Tỷ đồng)	133.757
P/E	14,9x
P/B	3,41x
%NN sở hữu	50,18%

Diễn biến giá



	3T	6T	12T
VNM	2,8%	12,9%	-4,0%
VNindex	0,1%	26,4%	35,6%

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>

TIÊU DÙNG NỘI ĐỊA CẢI THIỆN, XUẤT KHẨU TĂNG TRƯỞNG

ĐÁNH GIÁ: TRUNG LẬP

Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** với giá mục tiêu **70.700 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 15,3x dựa trên kỳ vọng ngành tiêu dùng cải thiện, xuất khẩu tiếp tục tăng trưởng, biên lợi nhuận dự báo tăng nhẹ.

CẬP NHẬT KQKD:

DTT và LNST Q3.2025 lần lượt đạt 16.953 tỷ đồng (+9,1% yoy) và 2.527 tỷ đồng (+5,1% yoy). Doanh thu quý 3 lập đỉnh mới nhờ xuất khẩu tăng trưởng mạnh mẽ. Lũy kế 9T.2025, DTT ghi nhận 46.612 tỷ đồng (+0,7% yoy), trong đó doanh thu nội địa giảm -2,2% yoy và doanh thu nước ngoài tăng 13,7% yoy.

Biên lợi nhuận gộp quý 3 đạt 41,8%, giảm nhẹ 0,2% so với quý 2 do doanh thu tăng mạnh chủ yếu đến từ kênh xuất khẩu, trong khi nguyên vật liệu cho các sản phẩm xuất khẩu chủ yếu là sữa bột nhập khẩu giá cao. Tỷ lệ Chi phí SG&A/DTT đạt 23,8%, giảm 1,2% qoq và 0,4% yoy nhờ áp dụng công nghệ vào trong hoạt động giúp tối ưu chi phí vận hành. LNST 9T.2025 đạt 6.570 tỷ đồng (-9,6% yoy), giảm dù doanh thu cải thiện do biên lợi nhuận 9T giảm, kết quả kinh doanh quý 1 của VNM kém khả quan.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tiêu thụ sữa kỳ vọng cải thiện, động lực tăng trưởng từ các sản phẩm mới: Các chính sách mới về thuế thu nhập cá nhân sẽ giúp thu nhập khả dụng của người dân tăng, kỳ vọng thúc đẩy tăng trưởng ngành hàng tiêu dùng từ năm 2026. Bên cạnh đó, VNM liên tục ra mắt các sản phẩm mới phù hợp với nhu cầu của người tiêu dùng.

Biên lợi nhuận kỳ vọng cải thiện: Giá sữa bột đầu vào đang có dấu hiệu giảm mạnh và dự báo duy trì ở mức thấp trong thời gian tới. Giá đường cũng duy trì ở mức thấp.

Chiến lược marketing hiệu quả, chuyển đổi số giúp nâng cao hiệu quả hoạt động: VNM liên tục mở mới cửa hàng, hệ thống các cửa hàng sẽ là các trung tâm giao nhận cho kênh TMĐT. Việc áp dụng công nghệ trong hoạt động cũng hỗ trợ VNM tiết kiệm chi phí vận hành.

Thị trường nước ngoài vẫn là điểm sáng: Doanh thu xuất khẩu dự báo tiếp tục tăng trưởng nhờ danh mục sản phẩm đa dạng.

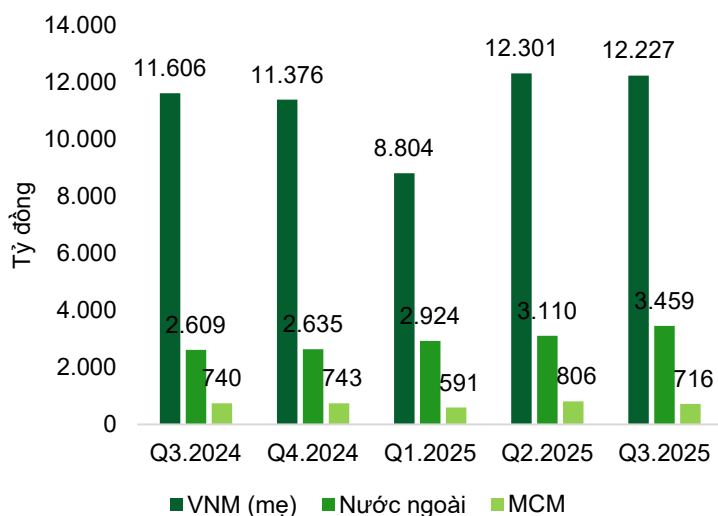
Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025F	2026F
Tăng trưởng DT	0,7%	2,3%	1,2%	5,2%
Tăng trưởng LNST	4,2%	5,8%	-3,8%	7,2%
Nợ/TTS (%)	16,1%	16,8%	19,3%	16,1%
TS LN gộp (%)	40,7%	41,4%	41,2%	41,4%
ROE – TTM (%)	25,8%	26,1%	26,2%	27,0%
EPS - TTM (đồng)	3.796	4.022	4.323	4.633
P/E	14,7x	13,4x	15,3x	15,3x

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2025

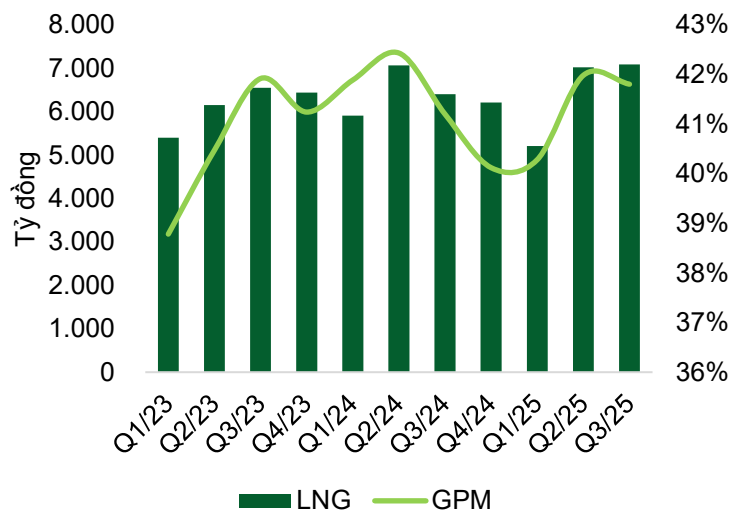
Tóm tắt biến động kinh doanh Q3.2025

Tiêu chí	Q3.2024	Q3.2025	% YOY	Luỹ kế 9T.2024	Luỹ kế 9T.2025	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu thuần	15.537	16.953	+9,1%	46.306	46.612	+0,7%	Doanh thu Q3.2025 tăng tốt svck, lập đỉnh mới nhờ kinh doanh nội địa cải thiện, xuất khẩu tăng trưởng mạnh mẽ. Động lực tăng trưởng doanh thu nội địa của VNM đến từ (1) Hiệu quả của việc chuyển đổi số và đóng góp từ thương mại điện tử (2) Tăng độ phủ cửa hàng Vinamilk (3) Ra mắt các sản phẩm mới và mở rộng ngành hàng (4) Các chiến dịch marketing hiệu quả.
- Nội địa	12.928	13.494	+4,4%	37.957	37.118	-2,2%	
- Nước ngoài	2.609	3.459	+32,6%	8.349	9.494	+13,7%	
Xuất khẩu	1.375	2.019	+46,8%	4.411	5.526	+25,3%	
CN nước ngoài	1.234	1.440	+16,7%	3.937	3.967	+0,8%	Doanh thu tại 2 chi nhánh nước ngoài tăng trưởng svck nhờ cơ hội tại thị trường Campuchia, doanh thu Driftwood tại thị trường Mỹ duy trì ổn định.
LNST	2.404	2.527	+5,1%	7.269	6.570	-9,6%	LNST Q3.2025 cải thiện svck nhờ quy mô doanh số cùng biên lợi nhuận gộp cải thiện, tỷ lệ Chi phí bán hàng/Doanh thu thấp hơn cùng kỳ khoảng 0,4%, tuy nhiên tăng trưởng LNST thấp hơn đa tăng của doanh thu do VNM ghi nhận khoản lỗ từ khoản đầu tư vào công ty liên kết Miraka, New Zealand. Luỹ kế 9T.2025, LNST giảm svck do kết quả kinh doanh quý 1 kém tích cực.
Biên gộp	41,2%	41,8%	+0,6%	41,9%	41,4%	-0,5%	Biên lợi nhuận gộp Q3.2025 tăng svck nhờ quy mô doanh số cải thiện, tuy nhiên biên lợi nhuận gộp 9T.2025 giảm svck do giá sữa bột nhập khẩu đầu vào tăng mạnh hồi đầu năm.

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 kỳ vọng cải thiện trong năm tới, động lực tăng trưởng đến từ các sản phẩm mới

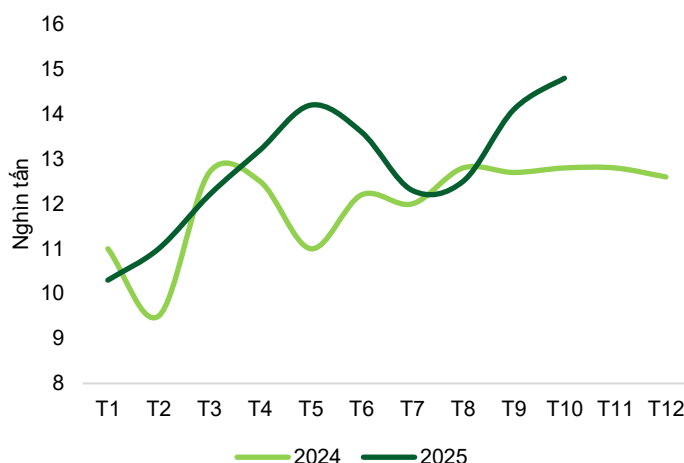
Theo Tổng cục Thống kê, sản lượng sữa tươi cả nước đang cho tín hiệu hồi phục dù vẫn giảm svck. Lũy kế 10T.2025, sản lượng sữa tươi ghi nhận giảm 17,4% svck, nhưng sản lượng sữa tháng 10 tăng 6,8% so với tháng trước. Đối với sữa bột, sản lượng hồi phục khá tốt. Lũy kế 10T.2025, sản lượng sữa bột tăng 7,6% svck.

Chính phủ đã công bố các chính sách mới về thuế thu nhập cá nhân, áp dụng từ 01/01/2026, kỳ vọng sẽ thúc đẩy ngành hàng tiêu dùng từ năm 2026 như (1) Tăng mức giảm trừ gia cảnh, ước tính giúp giảm thuế thu nhập cá nhân khoảng 21 nghìn tỷ đồng hàng năm (2) Kế hoạch đơn giản hoá biểu thuế, kỳ vọng sẽ giảm thuế suất ở mọi cấp thu nhập. Theo đó, chi tiêu của người dân kỳ vọng sẽ cải thiện khi thu nhập thực tế cao hơn.

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



Hình 4: Sản lượng sản xuất 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, doanh thu trung bình một tháng của các sản phẩm mới trong 9T.2025 tăng gần 8 lần so với trung bình một tháng năm 2024. Doanh thu dòng sản phẩm Green Farm cũng tăng gấp 3 lần so với năm trước. VNM cũng liên tục ra mắt các sản phẩm mới như trà Kombucha HayDay, sữa đậu nành mè đen, sữa yến mạch. Các sản phẩm sữa thực vật mới kỳ vọng sẽ hỗ trợ tăng trưởng của ngành hàng sữa thực vật, vốn đã đạt mức tăng trưởng tốt trong những năm gần đây với xu hướng tiêu dùng mới đến từ nhu cầu ăn uống lành mạnh cùng những lo ngại về môi trường.

Bên cạnh đó, VNM cũng đang tập trung vào phân khúc dinh dưỡng cho người cao tuổi do dân số đang già hóa nhanh chóng và tỷ lệ sinh giảm, phân khúc này kỳ vọng sẽ mang lại cơ hội phát triển cho VNM trong thời gian tới. Công ty tập trung vào ba phân khúc chính: Dinh dưỡng toàn diện, Cơ xương khớp, và Tiểu đường. VNM có lợi thế cạnh tranh về giá với giá bán thấp hơn đối thủ cạnh tranh quốc tế khoảng 35%. Ngoài ra, Công ty tiếp tục phát triển các sản phẩm cao đạm do xu hướng toàn cầu này đang phát triển tại Việt Nam và mang lại tiềm năng tăng trưởng đáng kể, bao gồm sữa thực vật cao đạm, sữa tươi cao đạm Green Farm Ultra Filtration, sữa chua cao đạm.

Tuy nhiên, tình hình mưa bão, lũ lụt diễn biến phức tạp có thể sẽ ảnh hưởng tới doanh số bán hàng của VNM trong Q4.2025. Ngành hàng tiêu dùng nhanh có thể chịu tác động trong ngắn hạn do gián đoạn hệ thống phân phối và sức mua giảm.

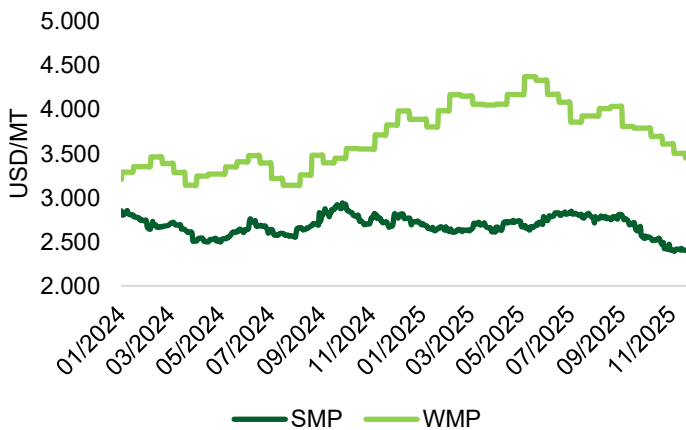
Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng cải thiện trong thời gian tới

Giá sữa bột đầu vào đang có dấu hiệu giảm mạnh, biên lợi nhuận kỳ vọng cải thiện trong Q4.2025 và Q1.2026. Hiện tại, VNM đang sử dụng sữa bột đầu vào giá cao từ đầu năm, theo đó biên lợi nhuận quý 3 không cải thiện do các sản phẩm sữa công thức trẻ em và sữa xuất khẩu chủ yếu sử dụng sữa bột nhập khẩu.

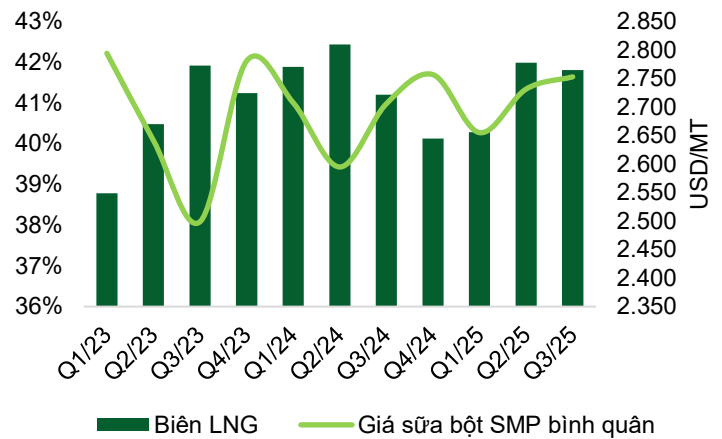
Tuy nhiên, giá sữa bột SMP và WMP đã giảm khá mạnh, khoảng 15 – 20% từ đỉnh hồi tháng 5 – tháng 6 và khoảng 10% so với đầu năm, theo đó biên lợi nhuận gộp kỳ vọng sẽ cải thiện trong Q4.2025 và Q1.2026 do VNM thường nhập trước nguyên liệu sản xuất khoảng 3 tháng. Bên cạnh đó, sản lượng sữa tăng mạnh tại các khu vực như Châu Âu và New Zealand, trong khi nhu cầu nhập khẩu sữa tại Châu Á giảm do lượng hàng tồn kho lớn, theo đó giá sữa bột dự báo sẽ duy trì ở mức thấp trong thời gian tới.

Trong khi đó, giá đường cũng giảm khá mạnh từ đầu năm do nguồn cung dư thừa, và dự báo duy trì ổn định do nhu cầu còn yếu, giá đường thế giới cũng giảm xuống mức khá thấp. Giá đường thế giới giảm mạnh do nguồn cung dự báo cải thiện với sản lượng tăng tại Brazil. Ấn Độ, Thái Lan và Pakistan và sản lượng đường thế giới trong vụ 2025/2026 dự báo cao hơn mức tiêu thụ toàn cầu.

Hình 5: Giá sữa bột SMP và WMP



Hình 6: Biên LNG của VNM và giá sữa bột SMP bình quân



Nguồn: Bloomberg, VNM, VCBS tổng hợp

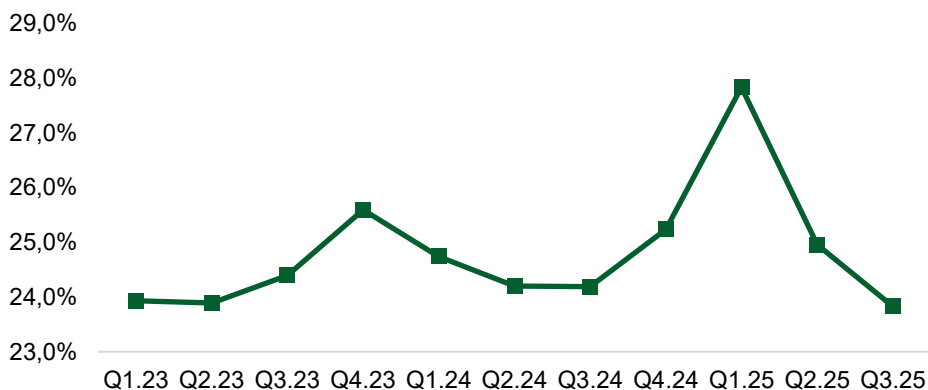
Chiến lược marketing mang lại hiệu quả

Tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu dự báo đi ngang do VNM liên tục phát triển các sản phẩm mới, nhưng quá trình chuyển đổi số giúp nâng cao hiệu quả hoạt động

Vinamilk đã hoàn thành thay đổi nhận diện bao bì cho toàn bộ danh mục sản phẩm, và đang tiếp tục cải thiện kênh phân phối. Hiện tại, kênh GT vẫn chiếm hơn 70% doanh thu nội địa, do đó công ty vẫn phải tập trung đầu tư vào kênh truyền thống. Kênh MT đóng góp gần 20% doanh thu. Mặc dù chi phí vận hành kênh MT cao hơn kênh GT, nhưng VNM bán các sản phẩm có biên lợi nhuận cao hơn qua kênh MT giúp bù đắp chi phí và duy trì biên lợi nhuận tương đương kênh GT. Bên cạnh đó, VNM hiện đã có hơn 700 cửa hàng, và hệ thống cửa hàng này cũng được sử dụng làm trung tâm giao nhận để phát triển kênh TMĐT bền vững. Ngoài ra, VNM đang áp dụng hệ thống AI để điều phối đơn hàng và tự động hoá quá trình kiểm soát hình ảnh giao hàng, giúp tiết kiệm chi phí vận hành 3 triệu USD/năm và đảm bảo giao hàng nhanh chóng.

Tỷ lệ Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/Doanh thu của VNM đã cải thiện rõ rệt trong quý 3 nhờ hiệu quả vận hành cùng doanh thu tăng trưởng tốt. Tuy nhiên, quý 4 thường là quý có chi phí bán hàng tăng mạnh trong năm, do đó tỷ lệ Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/Doanh thu của VNM kỳ vọng sẽ ổn định quanh mức 25% trong năm 2025 và dao động trong khoảng 24,5% – 25% trong các năm tới. VNM liên tục ra mắt các sản phẩm mới, do đó chi phí SG&A dự báo khó giảm mạnh dù quá trình chuyển đổi số đang hỗ trợ cải thiện hiệu quả hoạt động.

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



Nguồn: VNM, VCBS tổng hợp

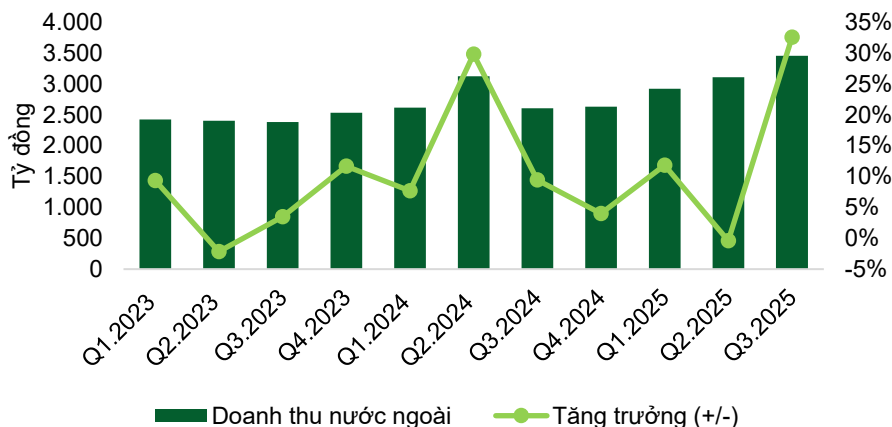
Thị trường nước ngoài kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng

Thị trường nước ngoài kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng trong thời gian tới. Doanh thu xuất khẩu tăng mạnh trong quý 3 nhờ xuất khẩu sang các thị trường trọng điểm tại Châu Á và Châu Phi tăng trưởng mạnh mẽ. Thế mạnh của VNM tại các thị trường này nằm ở danh mục sản phẩm đa dạng, chất lượng và chính sách bán hàng linh hoạt.

Xuất khẩu sang Campuchia cũng cải thiện sau khi Bộ Công thương đã phê duyệt Đề án đẩy mạnh phát triển thương mại biên giới. Đặc biệt, trong bối cảnh xung đột biên giới giữa Campuchia và Thái Lan, Công ty đã tận dụng tốt cơ hội để cùng Angkor Milk khai thác hiệu quả thị trường Campuchia. Angkor Milk có kế hoạch xây dựng một trang trại nuôi bò sữa với quy mô 2000 con trong năm 2026, hiện đã được Chính phủ Campuchia phê duyệt chủ trương đầu tư, và đang lên kế hoạch nâng công suất sản xuất lên 90 triệu lít sữa mỗi năm, đáp ứng nhu cầu sữa ngày càng tăng của Campuchia.

Ngoài ra, VNM sẽ tham gia các hội chợ quốc tế về thực phẩm và tổ chức các hội thảo chuyên đề về dinh dưỡng kết hợp tham quan cơ sở sản xuất với khách mời là các chuyên gia y tế từ các thị trường xuất khẩu quan trọng nhằm mục đích củng cố niềm tin với thương hiệu Vinamilk từ giới chuyên môn, qua đó tiếp cận người tiêu dùng tại các thị trường trọng điểm một cách bền vững và hiệu quả.

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. VNM đang mở rộng kênh phân phối sản phẩm Vinabeef qua nhiều siêu thị trên toàn quốc. Tuy nhiên hiện tại, sản lượng bò giết mổ còn hạn chế, cầu vượt cung. Công ty đang trong quá trình phát triển đàn bò trong trang trại.

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	-5%	+2%	Tiêu thụ sữa nội địa dự kiến chậm lại do ảnh hưởng của mưa bão, lũ lụt, tuy nhiên có tiềm năng tăng trưởng đến từ các sản phẩm mới. Với năm 2026, tiêu thụ sữa kỳ vọng cải thiện nhờ tác động tích cực của chính sách mới về thuế thu nhập cá nhân
Thị trường nước ngoài	+15%	+10%	Kỳ vọng tăng trưởng nhờ danh mục sản phẩm đa dạng, tăng niềm tin của người tiêu dùng với thương hiệu VNM thông qua các cuộc hội thảo chuyên đề và tận dụng các cơ hội xuất khẩu sang thị trường Campuchia trong bối cảnh xung đột biên giới Campuchia – Thái Lan

Chi phí nguyên vật liệu

Sữa bột	+15%	-10%	Giá sữa bột tăng từ đầu năm 2025, và giảm mạnh gần đây do sản lượng sữa tại các khu vực sản xuất chính tăng mạnh trong khi nhu cầu nhập khẩu tại Châu Á suy giảm do lượng hàng tồn kho lớn, VNM sẽ được hưởng lợi từ giá nguyên vật liệu đầu vào thấp trong đầu năm 2026
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, giá đường thế giới cũng duy trì ở mức thấp khi cung được dự báo vượt cầu
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 **62.531 tỷ đồng** (+1,2% yoy) và **9.035 tỷ đồng** (-3,8% yoy) (chi tiết tham khảo Phụ lục 2). LNST giảm dù doanh thu tăng do chi phí nguyên liệu đầu vào bình quân cao hơn năm trước và tỷ lệ chi phí SG&A/DTT dự báo tăng khoảng 0,5% do trong năm 2025, VNM thực hiện tái cơ cấu kênh bán hàng và liên tục phát triển các sản phẩm mới. Đối với năm 2026, DTT và LNST dự báo đạt **65.792 tỷ đồng** (+5,2% yoy) và **9.683 tỷ đồng** (+7,2% yoy).

Định giá

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **70.700 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 15,3x 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 = 8,43% theo CAPM ($R_f = 3,85\%$, Risk premium = 8,35%, $\beta = 0,6$)

Định giá bằng FCFF:

FCFF: tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	11.497.034	12.327.102	12.325.723	12.408.279	12.505.808
Thuế	(2.127.769)	(2.281.390)	(2.281.135)	(2.296.414)	(2.314.464)
Khấu hao	2.369.421	2.492.990	2.596.334	2.709.595	2.834.556
Thay đổi vốn lưu động	(395.798)	(91.399)	(171.036)	(182.477)	(175.940)
Đầu tư TSCĐ	(1.592.684)	(1.637.941)	(1.657.376)	(1.629.334)	(1.641.550)
FCFF	9.750.205	10.809.362	10.812.510	11.009.649	11.208.411
NPV giai đoạn 2025-2029F					45.663.689
NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn ($g = 2\%$)					128.722.288
Giá trị VCSH					149.318.067
Số lượng CPLH					2.089.955.445
Định giá					71.446

Thông số tính toán: P/E

(chi tiết trong phụ lục 1 đính kèm)

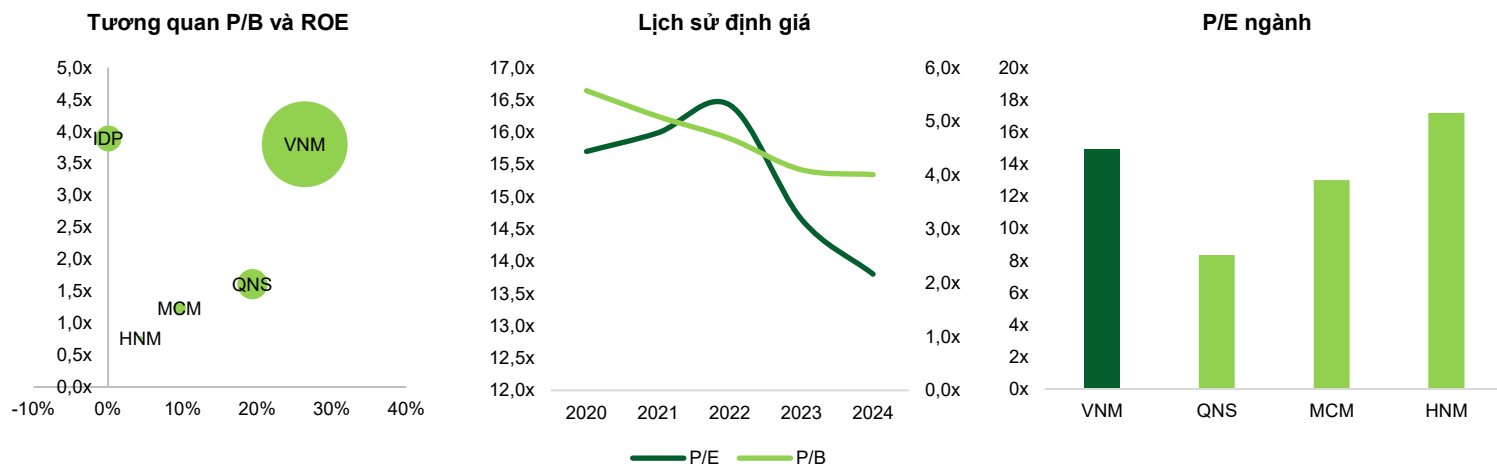
Định giá bằng phương pháp so sánh P/E

Biến số	Hệ số áp dụng
LNST dự phóng 2026 (tỷ đồng)	9.683
P/E áp dụng (lịch sử)	15,08x
Vốn hoá ước tính (tỷ đồng)	146.020
Số lượng CPLH (tr.cp)	2.090
Định giá	69.876

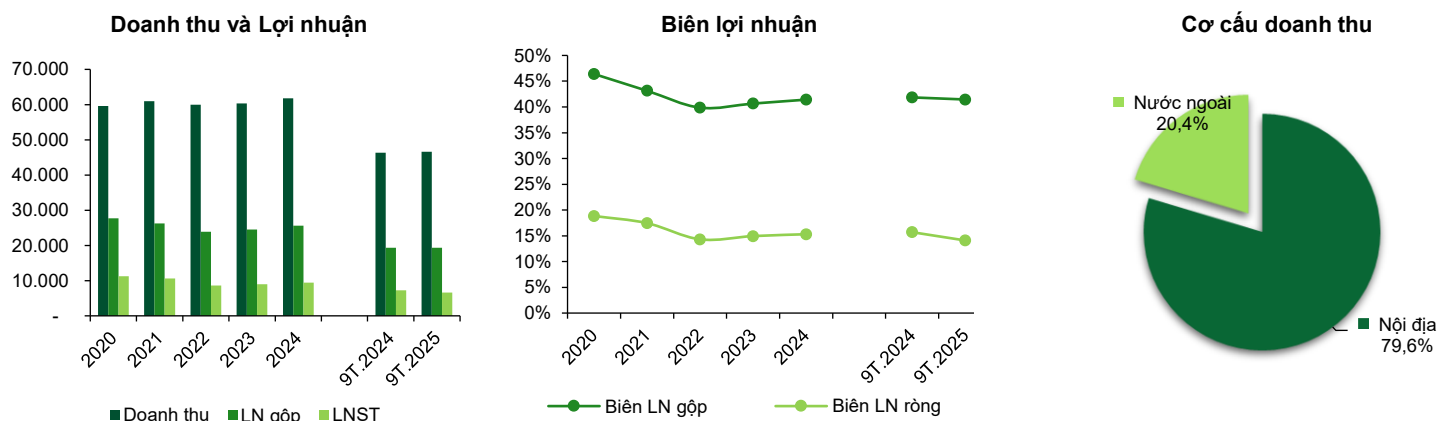
RỦI RO ĐẦU TƯ

- Sữa bột của VNM chủ yếu được nhập khẩu từ nước ngoài nên giá sữa bột đầu vào tăng trở lại sau khi VNM dùng hết sữa bột giá thấp 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.

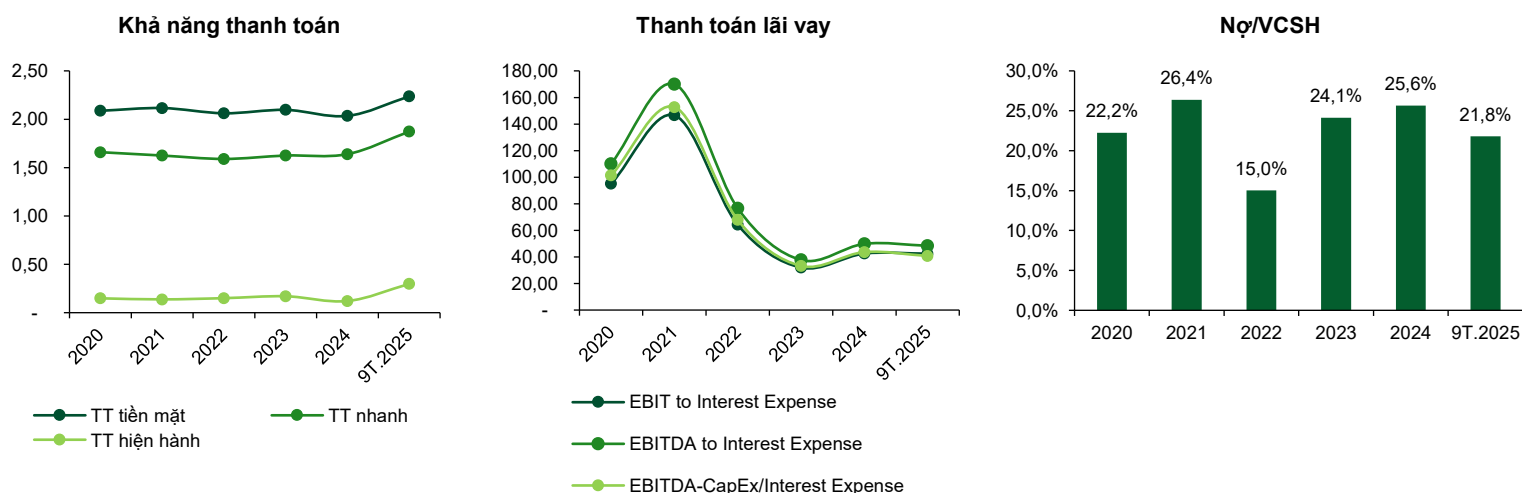
ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI



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	62.530.948	65.792.026	68.519.371	71.508.414
- Giá vốn hàng bán	36.192.433	36.753.305	38.578.699	40.587.289	42.713.604
Lợi nhuận gộp	25.590.176	25.777.643	27.213.327	27.932.082	28.794.810
- Chi phí bán hàng	13.357.707	13.756.809	14.295.451	14.925.515	15.615.329
- Chi phí quản lí DN	1.827.917	1.875.928	1.944.544	2.035.989	2.127.852
Lợi nhuận HDKD	10.404.553	10.144.906	10.973.332	10.970.578	11.051.629
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-31.121	-31.498	-33.141	-34.515	-36.020
- Lợi nhuận khác	-1.443.404	-1.320.630	-1.320.630	-1.320.630	-1.320.630
EBIT	11.879.078	11.497.034	12.327.102	12.325.723	12.408.279
- Chi phí lãi vay	279.425	338.640	368.401	294.894	217.862
LNTT	11.599.654	11.158.394	11.958.702	12.030.828	12.190.417
- Thuế TNDN	2.146.761	2.065.096	2.213.210	2.226.559	2.256.094
LNST	9.452.893	9.093.298	9.745.491	9.804.270	9.934.323
- Lợi ích CĐTS	60.583	58.278	62.458	62.835	63.668
LNST CĐ CT Mẹ	9.392.310	9.035.020	9.683.034	9.741.435	9.870.655
EPS (đ)	4.022	4.323	4.633	4.661	4.723
EBITDA	13.866.456	14.820.092	14.922.057	15.117.874	15.340.364
Tăng trưởng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	2,3%	1,2%	5,2%	4,1%	4,4%
LN HDKD	6,5%	-2,5%	8,2%	0,0%	0,7%
LN Hợp nhất	4,8%	-3,8%	7,2%	0,6%	1,3%
LNST	5,8%	-3,8%	7,2%	0,6%	1,3%
EBIT	4,9%	-3,2%	7,2%	0,0%	0,7%
EPS	6,0%	7,5%	7,2%	0,6%	1,3%
Tổng tài sản	4,5%	0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Nợ vay	9,7%	14,9%	-18,0%	-22,4%	-31,0%
VCSH	3,3%	-3,9%	3,8%	3,8%	4,0%
Khả năng sinh lời	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Tỷ suất LNG	41,4%	41,2%	41,4%	40,8%	40,3%
Tỷ suất LNST	15,3%	14,5%	14,8%	14,3%	13,9%
ROE DuPont	26,6%	25,6%	27,5%	26,7%	26,0%
ROA DuPont	17,6%	16,5%	17,7%	17,8%	18,1%
Tỷ suất EBIT	19,2%	18,4%	18,7%	18,0%	17,4%
LNTT / LNST	81,5%	81,5%	81,5%	81,5%	81,5%
LNTT / EBIT	97,6%	97,1%	97,0%	97,6%	98,2%
Vòng quay TTS	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3
Đòn bẩy tài chính	1,5	1,6	1,6	1,5	1,4
ROIC	21,3%	20,0%	21,6%	22,0%	22,6%
Hiệu quả hoạt động	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Số ngày tồn kho	28,3	28,0	27,6	27,7	27,7
Số ngày phải thu	59,6	58,5	58,7	58,4	58,5
Số ngày phải trả	38,7	38,6	37,8	37,8	37,8
Luân chuyển tiền	49,1	47,9	48,4	48,3	48,4
COGS/Hàng tồn kho	6,1	6,2	6,2	6,3	6,2
An toàn tài chính	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
TT hiện hành	2,03	1,91	2,09	2,31	2,60
TT nhanh	1,64	1,52	1,66	1,82	2,02
TT tiền mặt	0,12	0,11	0,13	0,14	0,17
Nợ / Tài sản	0,17	0,19	0,16	0,12	0,09
Nợ / Vốn sử dụng	0,20	0,23	0,19	0,15	0,11
Nợ / Vốn CSH	0,26	0,31	0,24	0,18	0,12
Khả năng TT lãi vay	42,51	33,95	33,46	41,80	56,95

Cân đối kế toán	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Tài sản					
+ Tiền	2.225.944	2.252.905	2.370.398	2.468.660	2.576.351
+ ĐTTT ngắn hạn	23.260.089	23.260.089	23.260.089	23.260.089	23.260.089
+ Phải thu	4.770.800	4.839.963	5.092.374	5.303.474	5.534.829
+ Hàng tồn kho	5.686.840	6.085.647	6.322.054	6.665.499	7.028.971
+ Khác	1.609.978	1.629.478	1.714.458	1.785.529	1.863.420
Tài sản ngắn hạn	37.553.650	38.068.083	38.759.372	39.483.251	40.263.660
+ 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	23.708.139	26.201.129	28.797.464	31.507.059
+ Tài sản dài hạn	13.748.158	12.971.421	12.116.372	11.177.413	10.097.152
+ ĐTTT dài hạn	751.364	751.364	751.364	751.364	751.364
+ Khác	2.995.889	3.317.472	3.384.763	3.494.271	3.706.437
Tài sản dài hạn	17.495.411	17.040.258	16.252.499	15.423.049	14.554.953
Tổng Tài sản	55.049.062	55.108.341	55.011.871	54.906.300	54.818.612
Nợ & VCSH					
+ Phải trả (ngắn)	3.874.064	3.899.483	4.093.155	4.306.264	4.531.863
+ Vay ngắn hạn	9.115.435	10.526.263	8.642.188	6.720.650	4.651.026
+ Khác	5.470.047	5.536.303	5.825.029	6.066.500	6.331.141
Nợ ngắn hạn	18.459.547	19.962.049	18.560.372	17.093.414	15.514.030
+ Vay dài hạn	157.904	126.323	94.742	63.162	31.581
+ Phải trả dài hạn	257.208	260.323	273.900	285.254	297.698
Nợ dài hạn	415.112	386.647	368.642	348.415	329.278
Tổng nợ	18.874.659	20.348.695	18.929.014	17.441.829	15.843.309
+ 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	9.930.397	11.253.609	12.635.222	14.146.056
+ 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	34.759.645	36.082.857	37.464.471	38.975.304
Tổng nguồn vốn	55.049.062	55.108.341	55.011.871	54.906.300	54.818.612
Lưu chuyển tiền	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	2.912.027	2.225.944	2.252.905	2.370.398	2.468.660
LNST	9.392.310	9.035.020	9.683.034	9.741.435	9.870.655
+ Khấu hao lũy kế	2.341.065	2.369.421	2.492.990	2.596.334	2.709.595
+ Điều chỉnh	142.088	-318.468	-53.714	-98.154	-199.722
+ Thay đổi VLD	-716.448	-395.798	-91.399	-171.036	-182.477
Tiền từ HĐKD	11.159.016	10.690.176	12.030.911	12.068.579	12.198.051
+ 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	-	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	10.449.777	-8.359.822	-8.359.822	-8.359.822
+ Tăng (giảm) vốn	722.407	0	0	0	0
+ Nợ ngắn hạn	17.420.429	1.410.828	-1.884.075	-1.921.538	-2.069.624
+ 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	-9.070.530	-10.275.478	-10.312.941	-10.461.026
Lưu chuyển tiền	-686.084	26.962	117.492	98.263	107.691
Tiền cuối năm	2.225.944	2.252.905	2.370.398	2.468.660	2.576.351

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>