

04/12/2023

Chuyên viên phân tích Nguyễn Trường Giang  
Giangnt1@kbsec.com.vn**Kết quả kinh doanh khởi sắc nhờ cải thiện biên lợi nhuận gộp**

Kết thúc 3Q2023, VNM đạt doanh thu thuần 15,636 tỷ đồng giảm nhẹ 2,8% yoy do ảnh hưởng từ tiêu thụ ngành sữa suy giảm. Biên lợi nhuận gộp đạt 41.9% tăng 2.4 điểm phần trăm yoy do giá bột sữa giảm mạnh và tiếp tục neo ở mức thấp. LNST đạt 2,533 tỷ đồng tăng 9.1% yoy, lợi nhuận lên mức cao nhất kể từ Q3/2021.

**Thị trường nội địa suy giảm khi ngành sữa gặp khó do sức mua yếu, tuy nhiên đã chiếm thêm thị phần**

Thị trường nội địa tiếp tục khó khăn khi toàn ngành sữa tăng trưởng âm. Tuy nhiên tín hiệu tích cực là VNM đã khôi phục được gần 2 điểm phần trăm thị phần so với hồi đầu năm sau khi thực hiện chiến dịch thay đổi nhận diện thương hiệu và hoàn tất thay đổi bao bì cho các sản phẩm, cùng với đó là thực hiện nhiều chiến dịch marketing, khuyến mãi tại các điểm bán. MCM tiếp tục ghi nhận tăng trưởng âm do sức mua kém tại thị trường miền núi phía Bắc.

**Thị trường nước ngoài bắt đầu có những tín hiệu tích cực**

Tổng doanh thu nước ngoài đạt 2,384 tỷ đồng (+3.5% yoy). Thị trường xuất khẩu khởi sắc hơn các quý trước nhờ một số thị trường có tình hình chính trị ổn định hơn, bước đầu có những tín hiệu khả quan khi gia nhập thị trường Trung Quốc. Tại chi nhánh nước ngoài, AngkorMilk tiếp tục duy trì tăng trưởng ổn định 10%, Driftwood đang bắt đầu trở lại tăng trưởng bình thường với doanh thu đi ngang so với cùng kỳ.

**Khuyến nghị: NĂM GIỮ - Giá mục tiêu 76,700 VND**

Chúng tôi dự phóng KQKD năm 2023 của VNM với doanh thu thuần đạt 60,811 tỷ đồng (+1.4% yoy), LNST đạt 8,980 tỷ đồng (+4.7% yoy). Chúng tôi đưa ra khuyến nghị NĂM GIỮ đối với cổ phiếu VNM với giá mục tiêu 76,700 VND/cổ phiếu.

**NĂM GIỮ** DUY TRÌ

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>76,700 VND</b>
Tăng/giảm (%)	12%
Giá hiện tại (04/12/2023)	68,800VND
Giá mục tiêu đồng thuận	87,558VND
Vốn hóa (nghìn tỷ VND/tỷ USD)	143/5.96

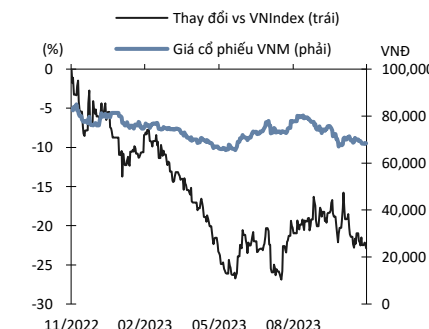
<b>Dữ liệu giao dịch</b>	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	35.2%
GDTB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	175.2/7.3
Sở hữu nước ngoài	54.7%
Cổ đông lớn	SCIC (36%)

<b>Biến động giá cổ phiếu (%)</b>	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
Tuyệt đối	0.6	-11.6	1.9	-17.4
Tương đối	-3.3	-3.5	-0.6	-21.5

**Dự phóng KQKD & định giá**

	2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	60,919	59,956	60,811	63,816
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	11,760	9,753	9,757	11,169
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	10,633	8,578	8,980	9,960
EPS (VND)	4,517	3,632	4,249	4,724
Tăng trưởng EPS (%)	-5%	-20%	17%	11%
P/E (x)	17.1	21.3	18.2	16.4
P/B (x)	4.5	4.9	4.8	4.6
ROE (%)	30%	25%	27%	29%
Tỷ suất cổ tức, phổ thông (%)	4.5%	7.1%	5.7%	5.3%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



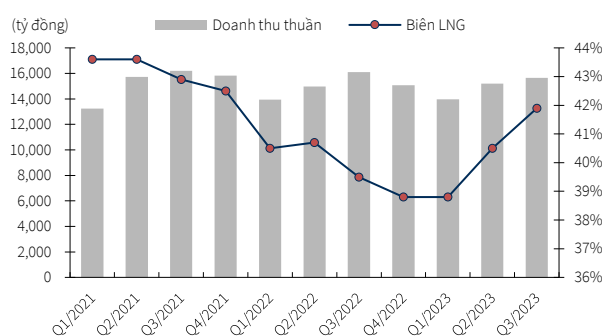
Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Kết quả kinh doanh

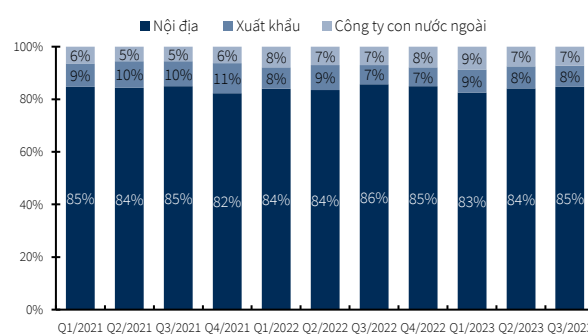
**Bảng 1. Cập nhật KQKD**

(tỷ đồng)	3Q2022	3Q2023	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>16,080</b>	<b>15,637</b>	<b>-2.8%</b>	Doanh thu giảm nhẹ do tiêu thụ sữa nội địa suy giảm, sức mua các sản phẩm chưa thể phục hồi nhanh chóng.
Nội địa	13,775	13,253	-3.8%	Doanh thu nội địa chịu tác động chung từ toàn ngành sữa trong nước. Mặc dù doanh thu tăng trưởng âm nhưng VNM cũng đã chiếm thêm thị phần ngành, thị phần tăng gần 200 bps so với đầu năm. MCM tương tự doanh thu cũng giảm nhẹ 1.9% yoy theo xu hướng của ngành.
Xuất khẩu	1,187	1,246	5.0%	Doanh thu xuất khẩu tăng nhẹ trong quý 3, lũy kế 9 tháng đi ngang so với cùng kỳ. Các thị trường xuất khẩu như Trung Đông và Đông Nam Á đều có những tín hiệu tích cực, thị trường Trung Quốc đã đạt được thoả thuận hợp tác phân phối.
Chi nhánh nước ngoài	1,117	1,138	1.9%	Các chi nhánh nước ngoài tiếp tục hoạt động hiệu quả, cụ thể doanh thu của AngkorMilk vẫn duy trì tăng trưởng trên 10%, Driftwood duy trì doanh thu đi ngang so với cùng kỳ.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>6,350</b>	<b>6,555</b>	<b>3.2%</b>	
Biên lợi nhuận gộp	39.5%	41.9%	6.1%	Giá nguyên liệu đầu vào chính là bột sữa vẫn đang neo ở mức thấp giúp biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh, so với quý trước tăng 1.4 điểm phần trăm, tăng mạnh 2.4 điểm phần trăm so với cùng kỳ đánh dấu mức biên LNG tăng lên cao nhất kể từ sau Covid, từ đó giúp lợi nhuận gộp tăng trưởng dương dù cho doanh thu suy giảm.
Thu nhập tài chính	339	484	42.9%	
Chi phí tài chính	-143	-110	-22.9%	
<b>SG&amp;A</b>	<b>-3,662</b>	<b>-3,813</b>	<b>4.1%</b>	Chi phí SG&A tăng nhẹ do tăng cường các hoạt động trưng bày, khuyến mãi phục vụ người tiêu dùng. Đẩy mạnh tiếp thị, quảng cáo các sản phẩm với bao bì mới.
SG&A/Doanh thu	-22.8%	-24.4%	7.0%	
Lợi nhuận từ HĐKD	2,889	3,086	6.8%	
Thu nhập khác ròng	-29.05	-10.48	-63.9%	
Lợi nhuận trước thuế	2,860	3,076	7.6%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>2,323</b>	<b>2,533</b>	<b>9.1%</b>	LNST đạt mức cao nhất kể từ Q3/2021. Lợi nhuận ròng cải thiện nhờ cải thiện biên lợi nhuận gộp và tối ưu tốt các chi phí vận hành.

Nguồn: VNM, KBSV

**Biểu đồ 2. Doanh thu thuần và BLNG của VNM**


Nguồn: VNM, KBSV

**Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu theo thị trường của VNM**


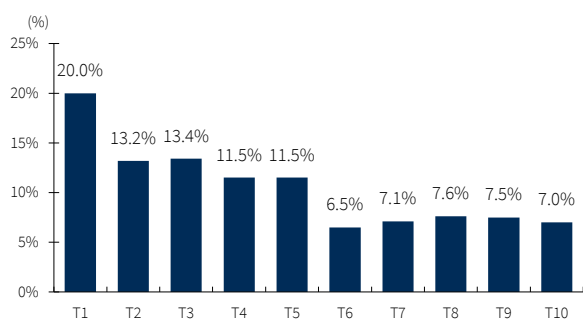
Nguồn: VNM, KBSV

## Tình hình vĩ mô và ngành sữa tiếp tục kém khả quan ảnh hưởng kết quả kinh doanh

Theo GSO, tổng mức bán lẻ hàng hoá dịch vụ các tháng gần đây dù vẫn có sự tăng trưởng tuy nhiên nhìn vào từng tháng có thể thấy sự giảm tốc rõ rệt, tăng trưởng chậm lại ở mức 1 chữ số. Sự giảm tốc bán lẻ hàng hoá dịch vụ ảnh hưởng đến ngành FMCG nói chung và ngành sữa nói riêng. Tính riêng Q3/2023, ngành FMCG giảm 2% yoy, ngành sữa giảm tới 4% yoy. Sự giảm tốc này ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh của VNM.

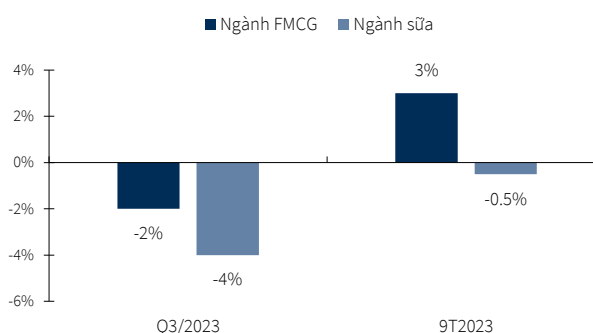
Các tín hiệu vĩ mô đã bắt đầu có những khởi sắc, các chỉ số đã có dấu hiệu tạo đáy, xuất khẩu bước đầu hồi phục. Dự báo sức mua sẽ hồi phục trong thời gian tới, tuy nhiên tốc độ hồi phục sẽ rất chậm do tình hình kinh tế chưa thể phục hồi trong thời gian ngắn.

**Biểu đồ 4. Tăng trưởng tổng mức bán lẻ HH&DV (yoy) năm 2023 giảm tốc**



Nguồn: GSO, KBSV

**Biểu đồ 5. Ngành FMCG và ngành sữa tăng trưởng chậm**



Nguồn: AC Nielsen, VNM, KBSV

## Thị phần nội địa tiếp tục cải thiện sau khi thay đổi bộ nhận diện

Công ty mẹ VNM ghi nhận doanh thu nội địa sụt giảm 4% yoy do chịu tác động chung của toàn ngành. Tuy nhiên, VNM cho biết họ đã khôi phục được thêm thị phần. Theo công ty công bố, số liệu thị phần của họ tại tháng 9/2023 đã cải thiện gần 2 điểm phần trăm so với tháng 1. Điểm nhấn các hoạt động để đạt được kết quả này có thể kể đến như:

(1) Hoàn thành thay đổi bao bì hàng loạt cho các sản phẩm sữa nước từ tháng 8/2023. Dự kiến các quý tiếp theo, VNM sẽ đưa ra bao bì mới cho các ngành hàng còn lại dự kiến sẽ hoàn thành vào giữa năm 2024. Các điểm bán cũng tổ chức nhiều hoạt động marketing, tiếp thị nhằm tăng tương tác và thu hút khách hàng nhằm lan toả hiệu ứng sau sự kiện tái định vị thương hiệu.

(2) Các kênh phân phối duy trì kết quả kinh doanh ổn định. Kênh Cửa hàng, Thương mại điện tử và Khách hàng đặc biệt ghi nhận doanh thu tăng trưởng 2 chữ số. Tính đến cuối Q3/2023, Công ty đang vận hành 657 cửa hàng Giác Mơ Sữa Việt, tăng 11 cửa hàng so với đầu năm.

(3) Thương hiệu Vinamilk mới đây được Brand Finance định giá 3 tỷ USD, đứng thứ 2 trong top 100 thương hiệu giá trị nhất Việt Nam. Với giá trị thương hiệu mạnh, các chiến dịch marketing với các nhãn hàng khác nhau được thực hiện cũng đạt được những kết quả tích cực về mặt truyền thông, góp phần thúc đẩy doanh số cho các sản phẩm, chiếm lại thị phần.

MCM ghi nhận doanh thu quý 3 đạt 816 tỷ đồng giảm nhẹ 1.9% yoy, nguyên nhân là nhu cầu tiêu dùng sữa tại thị trường chính là khu vực miền núi phía Bắc chưa hồi phục theo xu hướng chung của toàn ngành.

## Giá sữa bột neo ở vùng thấp giúp biên lợi nhuận 3Q2023 tiếp tục cải thiện

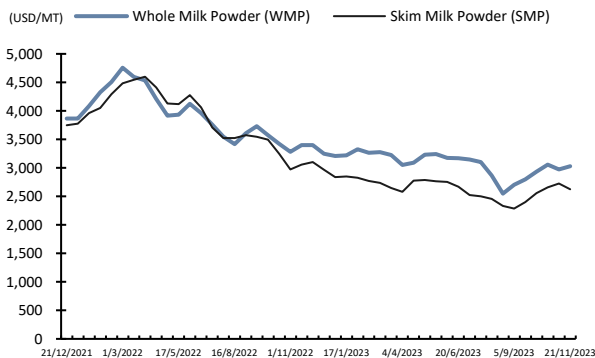
Trong Q3/2023, biên lợi nhuận gộp của VNM đạt 41,9%, tăng 2.4 điểm phần trăm yoy và 1.4 điểm phần trăm QoQ, liên tục cải thiện kể từ đầu năm. Q3/2023 đánh dấu biên LNG tăng lên mức cao nhất kể từ sau Covid và dự báo sẽ còn tiếp tục tăng. Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ nguyên liệu đầu vào chính là bột sữa giảm và đang neo ở vùng giá thấp, một vài nguyên liệu khác là đường, sữa thu mua từ hộ nông dân vẫn đang neo ở giá cao. Công ty cho biết đã có những chính sách quản lý chi phí chặt chẽ nhằm giảm thiểu tác động từ việc tăng giá các nguyên liệu.

Giá sữa bột thế giới vẫn đang neo ở vùng khá thấp, là tiền đề giúp VNM tiếp tục cải thiện biên lợi nhuận gộp, chúng tôi cho rằng giá sữa bột sẽ tiếp tục neo ở mức thấp trong thời gian tới do những nguyên nhân sau:

(1) Nhu cầu nhập khẩu sữa bột của Trung Quốc giảm mạnh trong thời gian vừa qua do nước này đã liên tục tăng đàn bò sữa góp phần tăng tỷ lệ tự cung sữa nội địa, sản lượng sữa nội địa của Trung Quốc do đó liên tục tăng trong những năm gần đây.

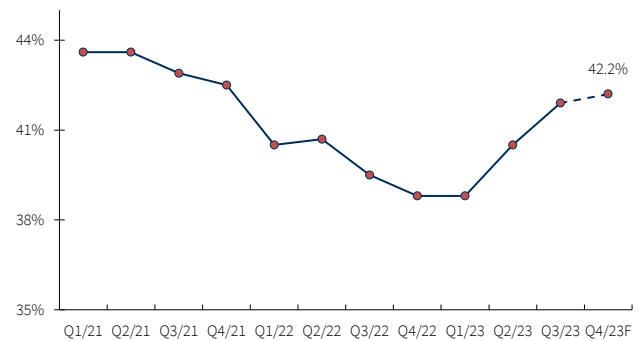
(2) Kinh tế toàn cầu vẫn đang chưa thể hồi phục trong môi trường lãi suất cao, sức mua do đó cũng chưa thể sớm phục hồi làm nhu cầu các sản phẩm sữa cũng hồi phục chậm.

**Biểu đồ 6. Biến động giá sữa bột nguyên kem (WMP) và sữa bột gầy (SMP)**



Nguồn: Global Dairy Trade, KBSV

**Biểu đồ 7. Biên lợi nhuận gộp của VNM liên tục cải thiện trong những quý gần đây và dự báo còn tiếp tục tăng**



Nguồn: VNM, KBSV

Trong tương lai, trang trại tại Lào đi vào hoạt động cùng với đó là tiếp tục tăng đàn bò sữa giúp tăng tỷ lệ tự chủ sữa lên đến 60%. Đây sẽ là động lực giúp biên lợi nhuận của VNM tăng lên và duy trì ổn định, ít biến động từ các yếu tố bên ngoài. Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp quý 4/2023 sẽ tiếp tục tăng nhẹ lên mức 42.2%, đưa biên lợi nhuận gộp cả năm 2023 đạt 40.8%.

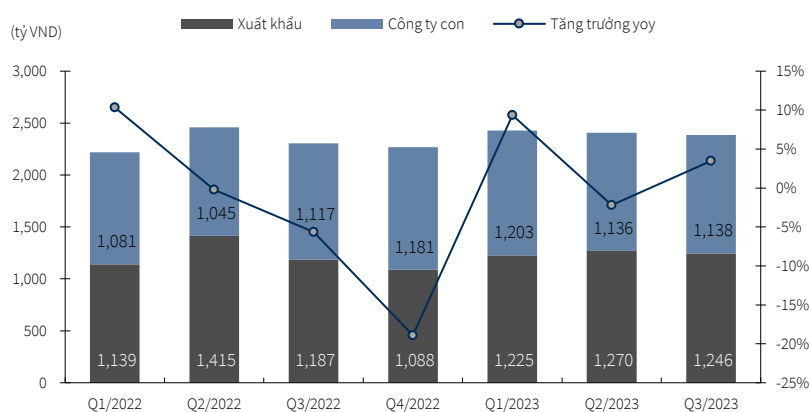
## Thị trường nước ngoài của VNM bắt đầu diễn biến khởi sắc hơn

Thị trường nước ngoài của VNM đã có những diễn biến khởi sắc hơn so với các quý trước, với hoạt động xuất khẩu và doanh thu tại các chi nhánh nước ngoài đều tăng trưởng dương.

Với hoạt động xuất khẩu, VNM ghi nhận sự phục hồi tích cực khi doanh thu đã tăng trưởng 5% yoy so với 2 quý trước đều tăng trưởng âm, nguyên nhân nhờ một số thị trường có tình hình chính trị ổn định hơn so với 6 tháng đầu năm. Trong đó, thị trường Trung Đông và Đông Nam Á với nhiều nước đang phát triển có nhiều tiềm năng phát triển ổn định trong tương lai. Tại thị trường Trung Quốc, VNM đã hoàn tất ký thoả thuận hợp tác hai doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực nhập khẩu – phân phối sữa để đưa sản phẩm sữa vào thị trường tỷ dân này, sản phẩm chủ lực sữa Ông Thọ được đánh giá cao tại các hội chợ triển lãm tổ chức trong thời gian vừa qua.

Với các chi nhánh nước ngoài, công ty vẫn có tăng trưởng dương tuy nhiên tốc độ có phần chậm lại so với các quý trước. AngkorMilk tại Campuchia tiếp tục duy trì tăng trưởng 10% yoy, chi nhánh Driftwood tại Hoa Kỳ duy trì doanh thu tương đương so với cùng kỳ.

**Biểu đồ 8. Kết quả kinh doanh thị trường nước ngoài của VNM**



Nguồn: VNM, KBSV

## Dự phóng và định giá

### Dự phóng KQKD năm 2023

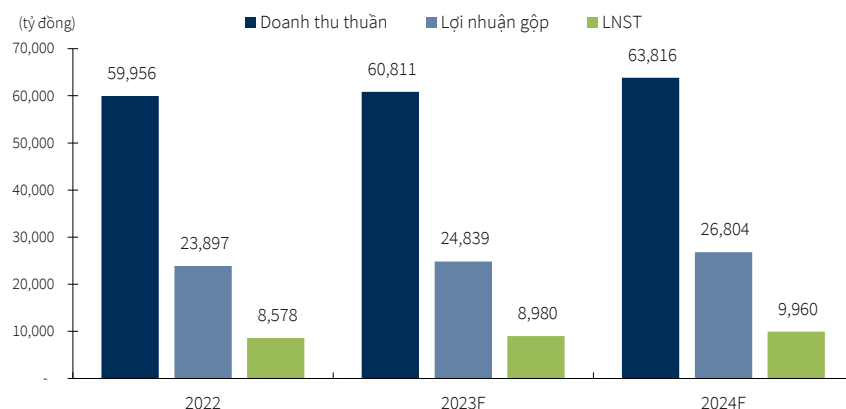
Chúng tôi cho rằng ngành sữa nửa cuối năm 2023 sẽ tiếp tục tăng trưởng với tốc độ chậm do sức mua hồi phục chậm. Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần năm 2023 của VNM đạt 60,811 tỷ đồng (+1.4% yoy), biên lợi nhuận gộp cả năm đạt 40.8% do giá sữa bột nguyên liệu giảm và kỳ vọng sẽ neo ở vùng thấp trong thời gian tới, kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ tiếp tục duy trì và cải thiện trong thời gian tới. LNST đạt 8,980 tỷ đồng (+4.7% yoy). Năm 2024, dự báo khi sức mua hồi phục trở lại cùng với việc duy trì biên lợi nhuận gộp ở mức ổn định kỳ vọng sẽ giúp VNM tiếp tục duy trì tăng trưởng.

**Bảng 9. Dự phóng KQKD 2023**

(tỷ VND)	2022	2023F	+/-% YoY	2024F	+/- YoY	Chú thích KBSV
<b>Doanh thu</b>	<b>59,956</b>	<b>60,811</b>	<b>1.4%</b>	<b>63,816</b>	<b>4.9%</b>	
<i>Nội địa</i>	50,704	51,201	1.0%	53,008	3.5%	Doanh thu tăng trưởng nhẹ nhờ tăng giá bán và chiếm thêm thị phần, bù đắp phần sản lượng sụt giảm do giảm nhu cầu. Các năm tiếp theo tăng trưởng sẽ tiếp tục chậm do ngành đang dần trở nên bão hoà.
<i>Xuất khẩu</i>	4,828	4,877	1.0%	5,364	10.0%	Thị trường xuất khẩu tăng trưởng chậm nhưng đã có dấu hiệu phục hồi và ghi nhận tín hiệu tích cực tại nhiều thị trường, hứa hẹn tăng trưởng ổn định trong tương lai.
<i>Chi nhánh nước ngoài</i>	4,424	4,733	7.0%	5,443	15.0%	Các chi nhánh tiếp tục hoạt động hiệu quả, thị trường nước ngoài ngày càng đón nhận các sản phẩm của VNM
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>23,897</b>	<b>24,839</b>	<b>3.9%</b>	<b>26,804</b>	<b>7.9%</b>	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	39.9%	40.8%	2.5%	42.0%	2.8%	Biên lợi nhuận gộp cải thiện khi giá nguyên liệu đầu vào đã điều chỉnh tương đối, giá sữa bột giảm mạnh và neo vùng thấp trong thời gian dài dự báo sẽ giúp biên lợi nhuận gộp tiếp tục cải thiện trong thời gian tới
SG&A	(14,144)	(15,081)	6.6%	(15,635)	3.7%	Chi phí SG&A duy trì ở mức hợp lý, tăng nhẹ nhờ các hoạt động hỗ trợ đẩy mạnh bán hàng ở nhiều điểm bán, đẩy mạnh marketing sau khi tái định vị thương hiệu
EBIT	9,753	9,757	0.0%	11,169	14.5%	
EBT	10,496	10,951	4.3%	12,147	10.9%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>8,578</b>	<b>8,980</b>	<b>4.7%</b>	<b>9,960</b>	<b>10.9%</b>	LNST năm 2023 tăng nhẹ trong bối cảnh ngành gặp khó, tăng trưởng lợi nhuận phần lớn do cải thiện biên lợi nhuận gộp, việc tái định vị thương hiệu kỳ vọng sẽ giúp VNM chiếm thêm thị phần thúc đẩy doanh thu trong các thời kỳ tiếp theo

Nguồn: VNM, KBSV dự phóng

**Biểu đồ 10. Dự phóng KQKD VNM giai đoạn 2022-2024F**



Nguồn: VNM, KBSV

**Khuyến nghị: NẮM GIỮ – Giá mục tiêu: 76,700 VND**

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu VNM với 2 phương pháp là (1) chiết khấu dòng tiền và (2) phương pháp so sánh để đưa ra mức giá hợp lý dành cho cổ phiếu VNM.

(1) Với phương pháp chiết khấu dòng tiền, tiến hành chiết khấu dòng tiền tự do trong doanh nghiệp FCFF với giả định nêu dưới đây, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cổ phiếu VNM đối với phương pháp này là 72,500 VND/cổ phiếu.

(2) Với phương pháp so sánh, chúng tôi sử dụng P/E mục tiêu là 18 gần mức P/E trung bình 5 năm. EPS mục tiêu là 4,487 VND/cổ phiếu. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu đối với phương pháp này là 80,800 VND/cổ phiếu.

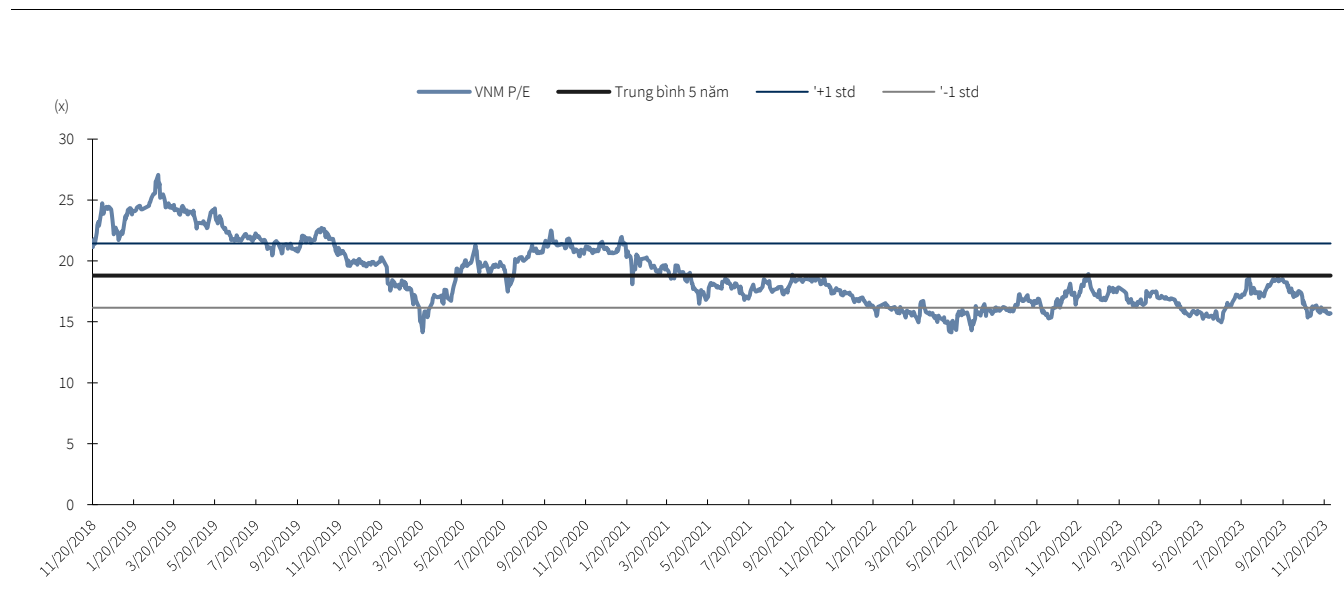
Với tỷ trọng sử dụng vào mô hình định giá đối với mỗi phương pháp là 50-50 chúng tôi đưa ra khuyến nghị NẮM GIỮ đối với cổ phiếu VNM, mức giá mục tiêu 76,700 VND/cp, cao hơn 12% giá đóng cửa ngày 04/12/2023.

**Bảng 11. Dự báo FCFF và các giả định**

Chi phí VCSH	11.25%	Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng	101,469
Chi phí vốn vay	7.00%	Giá trị hiện tại FCFF	37,153
Lãi suất phi rủi ro	5.00%	Tiền và tương đương tiền	3,067
Beta	0.76	Đầu tư ngắn hạn	16,419
Tăng trưởng dài hạn	3.0%	Giá trị doanh nghiệp	158,108
Thời gian dự phóng	5	Nợ vay	6,597
WACC	10.96%	Giá trị công ty	151,511
		SLCP	2,089,955,445
<b>Giá mục tiêu (VND/cp)</b>			<b>72,500</b>

Nguồn: KBSV dự phóng

**Biểu đồ 12. Diễn biến P/E của VNM giai đoạn 2018-2023**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## PHỤ LỤC

## VNM – Bảng tóm tắt KQKD &amp; dự phóng, 2021 – 2024F

Báo cáo Kết quả HBKD					Bảng cân đối kế toán				
(TỶ VND)	2021	2022	2023F	2024F	(TỶ VND)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần	60,919	59,956	60,811	63,816	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	53,332	48,483	47,798	50,653
Giá vốn hàng bán	-34,641	-36,059	-35,972	-37,012	TÀI SẢN NGẮN HẠN	36,110	31,560	30,879	33,856
Lãi gộp	26,278	23,897	24,839	26,804	Tiền và tương đương tiền	2,349	2,300	3,066	3,626
Thu nhập tài chính	1,215	1,380	1,669	1,414	Giá trị đầu tư ngắn hạn	21,026	17,415	16,419	18,188
Chi phí tài chính	-202	-618	-496	-500	Các khoản phải thu	4,368	4,634	4,309	4,493
Trong đó: Chi phí lãi vay	-89	-166	-317	-308	Hàng tồn kho, rộng	6,820	5,560	5,681	6,069
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	-45	-24	0	0	TÀI SẢN DÀI HẠN	17,222	16,922	16,919	16,797
Chi phí bán hàng	-12,951	-12,548	-13,318	-13,848	Phải thu dài hạn	17	38	24	25
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1,567	-1,596	-1,764	-1,787	Tài sản cố định	11,620	10,860	10,535	10,354
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	12,728	10,491	10,931	12,083	Tài sản dở dang dài hạn	835	1,471	1,564	1,489
Thu nhập khác, rộng	195	4	20	64	NỢ PHẢI TRẢ	17,482	15,666	14,361	15,616
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	12,922	10,496	10,951	12,147	Nợ ngắn hạn	17,068	15,308	13,724	15,028
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-2,290	-1,918	-1,971	-2,186	Phải trả người bán	4,214	4,284	4,110	4,690
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	10,633	8,578	8,980	9,960	Người mua trả tiền trước	4	4	4	4
Lợi ích của cổ đông thiểu số	100	62	99	87	Vay ngắn hạn	9,382	4,867	6,326	6,869
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	10,532	8,516	8,880	9,873	Nợ dài hạn	414	358	637	588
					Phải trả dài hạn	0	0	0	0
					Doanh thu chưa thực hiện	76	66	271	211
					Vay dài hạn	338	292	366	377
					<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>35,850</b>	<b>32,817</b>	<b>33,437</b>	<b>35,037</b>
					Vốn góp	20,900	20,900	20,900	20,900
					Thặng dư vốn cổ phần	34	34	34	34
					Lãi chưa phân phối	7,594	3,353	2,921	3,374
					Vốn và quỹ khác	4,555	5,469	6,423	7,483
					Lợi ích CĐKKS	2,767	2,967	3,067	3,154
<b>Chỉ số hoạt động</b>									
	2021A	2022A	2023E	2024E					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	43.1%	39.9%	40.8%	42.0%	<b>Chỉ số chính</b>				
Tỷ suất EBITDA	26.2%	26.5%	26.9%	25.0%	(x, %, VND)				
Tỷ suất EBIT	21.5%	18.5%	18.8%	19.8%	Chỉ số định giá				
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	21.2%	17.5%	18.0%	19.0%	P/E	15.3	17.9	16.3	15.9
Tỷ suất lãi hoạt động KD	20.9%	17.5%	18.0%	18.9%	P/E pha loãng	15.3	17.9	16.3	15.9
Tỷ suất lợi nhuận thuần	17.5%	14.3%	14.8%	15.6%	P/B	4.5	4.7	4.4	4.5
					P/S	2.7	2.6	2.4	2.5
					P/Tangible Book	4.7	4.8	4.5	4.7
					P/Cash Flow	675.2	(2,541.2)	190.8	283.8
					EV/EBITDA	13.6	13.2	11.9	12.2
					EV/EBIT	15.8	15.8	13.5	13.7
					<b>Hiệu quả quản lý</b>				
					ROE%	31%	25%	27%	29%
					ROA%	21%	17%	19%	20%
					ROIC%	35%	33%	33%	36%
					<b>Cấu trúc tài chính</b>				
					Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.1	0.2	0.2	0.2
					Tỷ suất thanh toán nhanh	1.7	1.7	1.8	1.8
					Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.1	2.1	2.2	2.3
					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	0.3	0.1	0.2	0.2
					Vốn vay ngắn hạn/TTS	0.2	0.1	0.1	0.1
					Công nợ ngắn hạn/VCSH	0.2	0.3	0.2	0.2
					Công nợ ngắn hạn/TTS	0.2	0.2	0.2	0.2
					Tổng công nợ/VCSH	0.2	0.3	0.2	0.2
					Tổng công nợ/TTS	0.2	0.2	0.2	0.2
					<b>Chỉ số hoạt động</b>				
					Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	13.9	12.9	14.1	14.2
					Hệ số quay vòng HTK	5.1	6.5	6.3	6.1
					Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	8.7	8.1	8.8	8.0

Nguồn: VNM, KBSV dự phóng



## KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

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

### Phân tích doanh nghiệp

#### Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

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

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

#### Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp  
ngaphb@kbsec.com.vn

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

#### Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích  
giangnt1@kbsec.com.vn

#### Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

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

#### Công nghệ thông tin & Tiện ích

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

#### Dầu khí & Hóa Chất

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

Khoảng phân tích  
research@kbsec.com.vn

### Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư  
anhhd@kbsec.com.vn

#### Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích  
thanhhd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích  
uyenvt@kbsec.com.vn

#### Chiến lược đầu tư

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích  
congth@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích  
tienss@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](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://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:	Nắm giữ:	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.