

## 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 82% tổng doanh thu đến từ thị trường nội địa và 18% 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	<b>67.500</b>
Tiềm năng tăng giá	7%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	6%
Tỷ suất sinh lời	13%

### Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Đồ uống
Thị giá (26/02/2024)	63.100
Biến động 1 năm	60.0 – 72.9
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	3.618.259
Vốn hóa (Tỷ đồng)	131.040
P/E	14,04x
P/B	3,65x
%NN sở hữu	50,56%

### Diễn biến giá



	3T	6T	12T
VNM	-6,8%	-17,9%	-10,4%
VNindex	1,4%	3,2%	5,4%

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

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

Bloomberg: VCBS <GO>

## TIÊU DÙNG PHỤC HỒI, XUẤT KHẨU TĂNG TRƯỞNG

### ĐÁNH GIÁ: TRUNG LẬP

Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** với giá mục tiêu **67.500 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 14,7x dựa trên triển vọng hồi phục của ngành tiêu dùng cùng với biên lợi nhuận của VNM kỳ vọng ổn định, xuất khẩu tiếp tục tăng trưởng với danh mục sản phẩm đa dạng hơn.

### CẬP NHẬT KQKD:

Lũy kế năm 2024, DTT và LNST đạt lần lượt 61.783 tỷ đồng (+2,3% yoy) và 9.453 tỷ đồng (+4,8 yoy) trong đó doanh thu nội địa tăng 0,4% yoy, doanh thu xuất khẩu tăng 12,6% yoy. Biên lợi nhuận gộp đạt 41,4%, cải thiện 0,7% so với năm 2023, nhờ nền giá bột sữa nhập khẩu thấp hơn năm trước. Tuy nhiên, tính riêng Q4.2024, DTT cùng LNST ghi nhận giảm lần lượt -0,9% và -8,7% svck. Doanh thu quý 4 thấp hơn kỳ vọng cùng biên lợi nhuận gộp giảm mạnh do chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng cao khiến LNST quý 4 giảm.

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Tiêu dùng được kỳ vọng tiếp tục cải thiện:** Doanh số bán lẻ năm 2024 tăng 1,3% svck, ngành tiêu dùng nhanh tăng trưởng dương trở lại, ngành sữa cũng mang lại các tín hiệu tích cực. Với mục tiêu tăng trưởng GDP đạt 8% của Chính phủ, ngành tiêu dùng kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng tích cực trong năm 2025.

**Biên lợi nhuận kỳ vọng ổn định:** Biên LNG của VNM kỳ vọng ổn định dù giá sữa bột đầu vào đã tăng trở lại do doanh nghiệp đã chuẩn bị nguyên liệu đầu vào trong thời gian dài hơn và có khả năng chuyển chi phí vào giá bán.

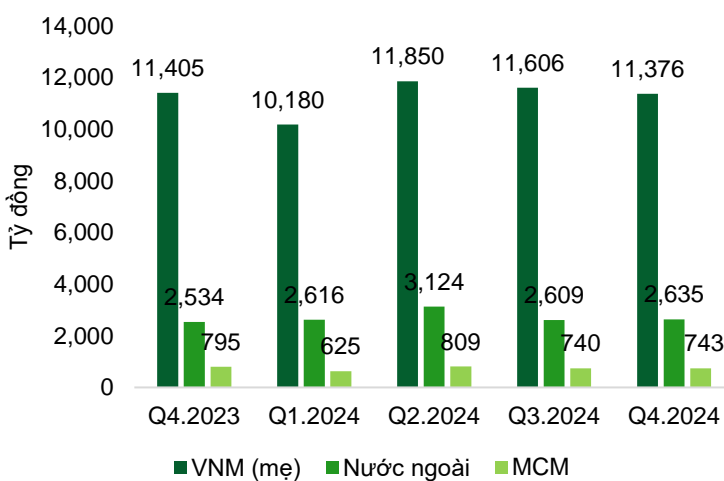
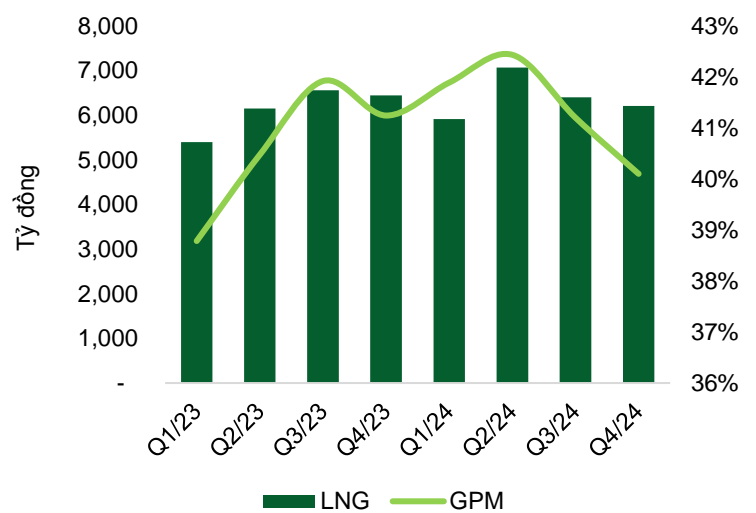
**Chiến dịch marketing hiệu quả với tỷ lệ Chi phí bán hàng/Doanh thu ổn định qua các năm:** Tuy doanh thu nội địa chưa tăng trưởng mạnh do ngành sữa còn yếu, nhưng các dòng sản phẩm mới của VNM ghi nhận tăng trưởng tốt với chiến dịch thay đổi nhận diện thương hiệu.

**Thị trường nước ngoài vẫn là điểm sáng:** Với việc đẩy mạnh hợp tác với một trong những thương hiệu sữa hàng đầu thế giới để mở rộng danh mục sản phẩm xuất khẩu cùng tận dụng thế mạnh về danh mục sản phẩm đa dạng, doanh thu nước ngoài kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025F	2026F
Tăng trưởng DT	0,7%	2,3%	4,9%	6,4%
Tăng trưởng LNST	4,2%	5,8%	2,4%	7,6%
Nợ/TTS (%)	16,1%	16,8%	14,1%	13,4%
TS LN gộp (%)	40,7%	41,4%	41,8%	41,9%
ROE – TTM (%)	25,8%	26,1%	25,9%	27,9%
EPS - TTM (đồng)	3.796	4.022	4.601	4.949
P/E	14,7x	13,4x	14,7x	13,6x

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

Tiêu chí	Q4.2023	Q4.2024	% YOY	Luỹ kế 2023	Luỹ kế 2024	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu thuần	15.619	15.477	-0,9%	60.369	61.783	+2,3%	Doanh thu Q4.2024 giảm nhẹ svck, tuy nhiên mức độ giảm thấp hơn quý 3 thể hiện tâm lý người tiêu dùng được cải thiện. Luỹ kế cả năm 2024, doanh thu sữa nội địa cải thiện nhẹ so với năm 2023.
- Nội địa	13.085	12.843	-1,9%	50.617	50.799	+0,4%	
- Nước ngoài	2.534	2.635	+4,0%	9.751	10.983	+12,6%	
Xuất khẩu	1.298	1.252	-3,5%	3.742	5.664	+12,4%	Doanh thu xuất khẩu Q4.2024 giảm svck sau 9 quý liên tục tăng trưởng tốt. Tuy nhiên, luỹ kế năm 2024, doanh thu xuất khẩu ghi nhận tăng trưởng 12,4% so với năm 2023 nhờ (1) Phục vụ hiệu quả tập khách hàng người Việt ở các thị trường cao cấp (2) Đẩy mạnh hợp tác với đối tác là một trong những thương hiệu sữa hàng đầu thế giới để mở rộng danh mục xuất khẩu.
CN nước ngoài	1.236	1.382	+11,8%	3.476	5.319	+12,9%	Doanh thu tại 2 chi nhánh nước ngoài tiếp tục tăng trưởng nhờ (1) Angkor Milk giới thiệu thêm nhiều sản phẩm mới nhờ thế mạnh về danh mục sản phẩm của công ty mẹ tại Việt Nam và đẩy mạnh các hoạt động tiếp thị (2) Driftwood nắm bắt cơ hội bán hàng sang nhà hàng và các quán cà phê bên cạnh kênh trường học chủ lực và sản phẩm sữa đặc có đường được đón nhận tại Mỹ.
LNST	2.351	2.147	-8,7%	9.019	9.453	+4,8%	LNST quý 4 giảm svck đến từ sự sụt giảm của doanh thu và biên lợi nhuận gộp thu hẹp. Ngoài ra, lãi tiền gửi giảm 10,7% svck do lãi suất tiền gửi thấp hơn. Tuy nhiên, tính chung cả năm 2024, LNST vẫn được cải thiện nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện hồi đầu năm và chi phí lãi vay giảm 21,1% svck.
Biên gộp	41,2%	40,1%	-1,1%	40,7%	41,4%	+0,7%	Biên lợi nhuận gộp quý 4 giảm do giá sữa bột SMP và WMP đầu vào tăng, tuy nhiên biên lợi nhuận gộp cả năm 2024 vẫn cải thiện nhẹ svck.

**Hình 1: KQKD của VNM**

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


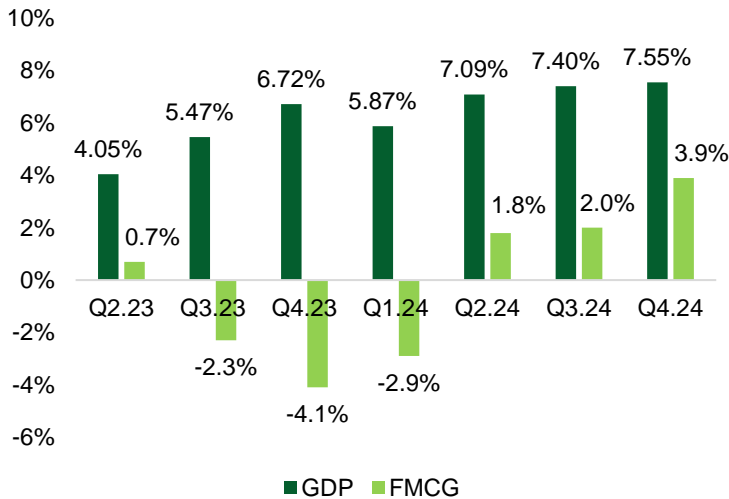
Nguồn: VNM, VCBS tổng hợp

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

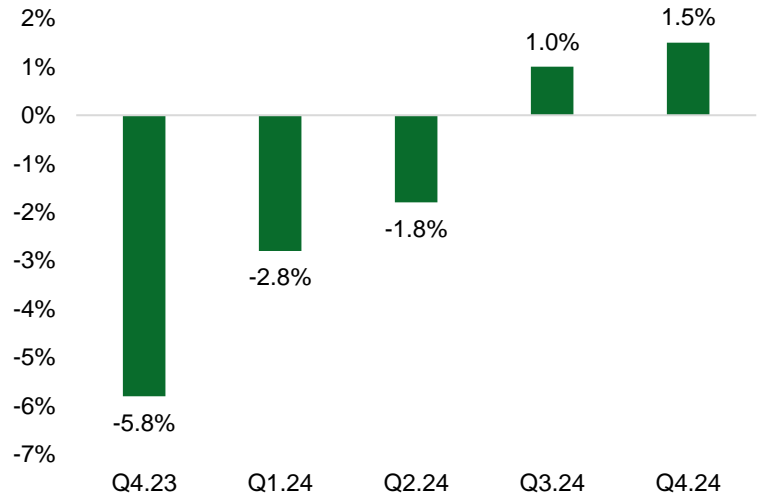
**Tiêu dùng được kỳ vọng tiếp tục được cải thiện trong thời gian tới**

Trong năm 2024, GDP Việt Nam các quý lần lượt tăng trưởng 5,9%-6,9%-7,4%-7,55% yoy, và cả năm tăng trưởng 7,09% so với năm trước, cho thấy **thu nhập của người dân được cải thiện qua từng quý**. Doanh số bán lẻ của Việt Nam năm 2024 đạt 4.922 nghìn tỷ đồng (tăng 1,3% yoy), với nhóm ngành tiêu dùng nhanh tăng trưởng dương khoảng 2,1% trong năm 2024. Theo đó, thị trường sữa Việt Nam có dấu hiệu hồi phục từ Q3.2024, trở hơn ngành tiêu dùng khoảng 1 quý. Do đó, với mục tiêu tăng trưởng GDP 8% do Chính phủ đề ra, chúng tôi kỳ vọng **ngành tiêu dùng Việt Nam sẽ tiếp tục được cải thiện, tăng khoảng 3,9% - 4% trong năm 2025** theo mô hình tương quan giữa tăng trưởng GDP và tăng trưởng ngành FMCG với độ trễ là 2 quý.

**Hình 3: Tăng trưởng ngành GDP và ngành FMCG Việt Nam**



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



Nguồn: FinnPro, AC Nielsen

**Giá sữa bột kỳ vọng không tăng mạnh với nhu cầu được dự báo cải thiện nhưng nguồn cung kỳ vọng tăng**

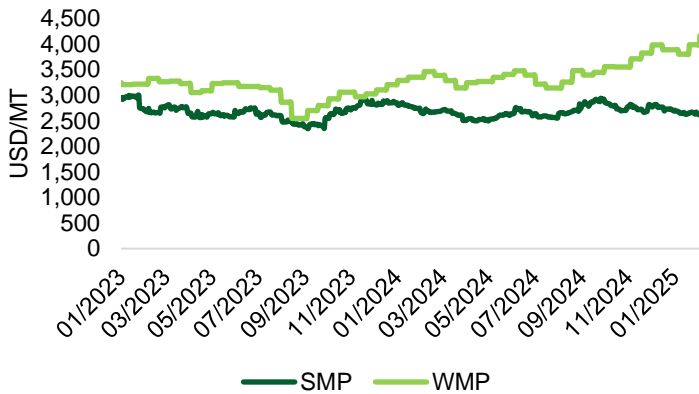
**Biên lợi nhuận gộp được dự báo không biến động mạnh nhờ VNM còn nhiều dư địa cho việc điều chỉnh giá bán**

Chúng tôi kỳ vọng giá sữa bột sẽ dao động trong biên độ hẹp. Nhu cầu sữa tại Trung Quốc có thể sẽ hồi phục. Giá sữa tại trang trại giảm cùng các đợt nắng nóng trong quý 3 đã khiến một số người dân rời khỏi ngành, khiến nguồn cung tại Trung Quốc giảm. Rabobank ước tính sản lượng sữa tại Trung Quốc giảm khoảng 0,5% svck trong H2.2024 và giảm 1,5% trong năm 2025. Nhập khẩu sữa tại Trung Quốc dự báo tăng khoảng 2% với sản xuất cân bằng hơn và nhu cầu hồi phục. Tuy nhiên, sản lượng sữa của New Zealand tăng so với cùng kỳ nhờ thời tiết ẩm áp cùng lượng mưa vừa phải ở Đảo Bắc.

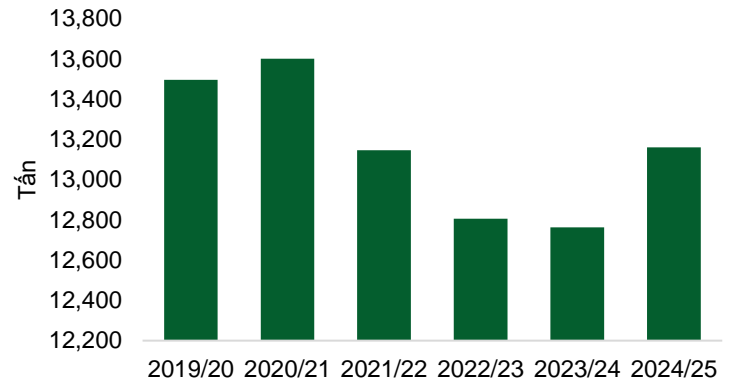
**Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng đi ngang nhờ dư địa tăng giá sản phẩm vẫn còn.**

Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, với sữa tươi nguyên liệu, nguồn cung chủ yếu đến từ trong nước nên kỳ vọng không biến động. Với các sản phẩm khác, VNM đã chuẩn bị nguyên liệu tới tháng 6, thậm chí tháng 7, tháng 8. Ngoài ra, một số đối thủ đã tăng giá bán sữa để phù hợp với mức tăng của giá nguyên liệu đầu vào. VNM đang xem xét việc tăng giá bán cho các sản phẩm bị ảnh hưởng bởi việc sữa bột đầu vào tăng giá.

**Hình 5: Giá sữa bột SMP và WMP**



**Hình 6: Sản lượng sữa tại New Zealand (luỹ kế T6 – T12)**



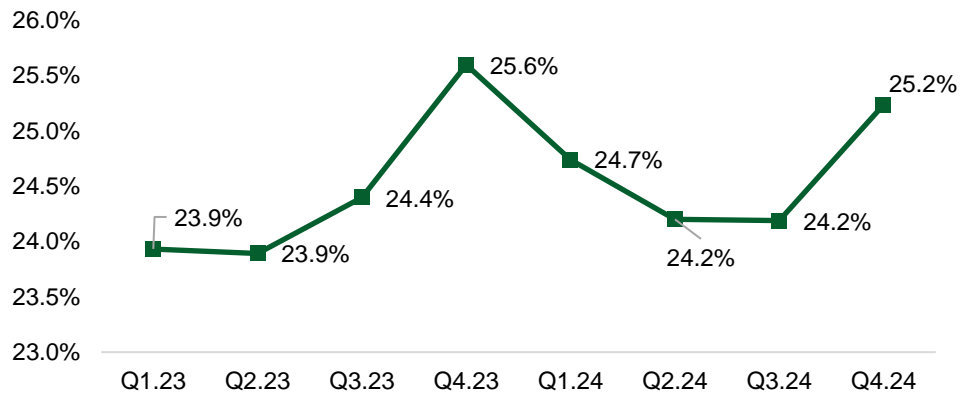
Nguồn: Bloomberg, CLAL

**Chiến lược marketing hiệu quả khi doanh số các sản phẩm tăng khá mạnh cùng tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu ổn định qua các năm**

**Tiếp tục phát triển các dòng sản phẩm mới phục vụ cho nhiều phân khúc người tiêu dùng**

Vinamilk đã gần như hoàn thành thay đổi bao bì cho các sản phẩm trong nước, dòng sản phẩm cho người cao tuổi sẽ được thay đổi bao bì trong Q1.2025. Chiến dịch thay đổi nhận diện thương hiệu chưa mang lại tăng trưởng doanh thu đáng kể trong năm 2024 do thị trường sữa mới tăng trưởng dương trở lại trong 2 quý cuối năm. Tuy nhiên, nhìn vào các sản phẩm mới, chiến dịch marketing của Vinamilk thể hiện khá hiệu quả khi dòng sản phẩm sữa Green Farm tăng trưởng gần 30% và sữa thực vật tăng trưởng hơn 50% svck. Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu kỳ vọng vẫn duy trì ổn định qua từng năm.

**Hình 7: Tỷ lệ Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/Doanh thu của VNM có xu hướng tăng vào quý 4, nhưng nhìn chung duy trì ổn định qua các năm**



Nguồn: VNM, VCBS tổng hợp

Thị phần của VNM hiện vẫn duy trì vị thế đứng đầu, cách xa các đối thủ cạnh tranh khác. Trong thời gian tới, VNM sẽ khai thác các sản phẩm mới phục vụ cho nhiều phân khúc tiêu dùng. Công ty sẽ tập trung phát triển các sản phẩm mới theo 3 trọng tâm chính (1) VNM đã tung ra sản phẩm sữa cao đạm và không chứa lactose, phù hợp với người Việt Nam không dung nạp lactose và tập khách hàng thích tập gym, và sẽ tiếp tục phát triển dòng sản phẩm này trong thời gian tới (2) VNM sẽ tập trung vào phân khúc người cao tuổi và trung niên có thu nhập ổn định (3) VNM hướng tới các sản phẩm cho thế hệ Gen Z, các sản phẩm có thể sẽ dựa trên nền sữa nhưng mang đến trải nghiệm thú vị hơn.

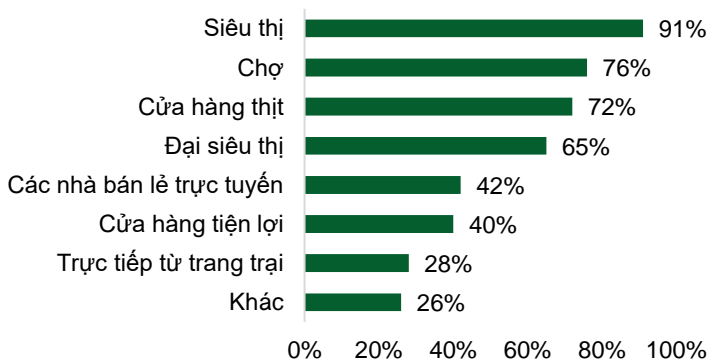
**Doanh thu tại thị trường nước ngoài được kỳ vọng tiếp tục là điểm sáng**

Doanh thu xuất khẩu tăng trưởng 12,4% so với năm 2023. Kết quả ấn tượng này đến từ việc (1) Phục vụ hiệu quả tập khách hàng người Việt tại các thị trường cao cấp như Đài Loan, Hàn Quốc, Nhật Bản, Canada, Mỹ (2) Đẩy mạnh hợp tác với một trong những thương hiệu sữa hàng đầu thế giới để mở rộng danh mục sản phẩm xuất khẩu, và nghiên cứu các sản phẩm chuyên biệt cho thị trường Úc và New Zealand.

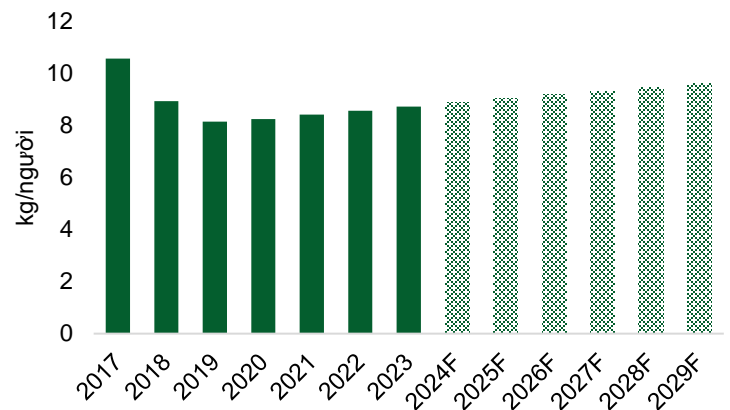
Đối với các chi nhánh nước ngoài, tại Campuchia, Angkor Milk đạt tăng trưởng trên 20% nhờ thúc đẩy các hoạt động tiếp thị tại trường học, chợ, siêu thị. Bên cạnh đó, với lợi thế địa lý, Angkor Milk cũng giới thiệu thêm nhiều sản phẩm mới nhờ thế mạnh về danh mục sản phẩm của Công ty mẹ tại Việt Nam. Với thị trường Mỹ, Driftwood tăng trưởng trên 10% nhờ nắm bắt các cơ hội bán hàng ngoài kênh trường học chủ lực. Sản phẩm sữa đặc có đường cũng được đón nhận tại Mỹ.

**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. Trong T12.2024, nhà máy thịt bò Vinabeef đã đi vào hoạt động, Q2.2025 sẽ bắt đầu vận hành trang trại bò thịt, khép kín chuỗi chăn nuôi, chế biến và phân phối. Hiện sản phẩm đã được bán tại các chuỗi siêu thị như Aeon, Coopmart, Mega và dự kiến sẽ tiếp tục mở rộng kênh phân phối. Doanh thu mảng thịt bò tăng trưởng gấp 3 lần trong năm 2024 và dự kiến tăng trưởng gấp 10 lần trong năm 2025, tuy nhiên vẫn chưa đóng góp đáng kể vào tổng doanh thu.

**Hình 8: Nơi mua thịt bò của các khách hàng tiêu thụ thường xuyên**


Nguồn: MLA

**Hình 9: Tiêu thụ thịt bò ở Việt Nam**


Nguồn: Statista

**Chúng tôi dự báo doanh thu nội địa và nước ngoài của VNM đạt lần lượt là 52.759 tỷ đồng (+3,9% yoy) và 12.082 tỷ đồng (+10% yoy) trong năm 2025. Biên lợi nhuận gộp thị trường nội địa dự báo giảm nhẹ 0,2% nhưng thị trường nước ngoài dự báo tăng 3%.**

**Một số thông tin khác**

Cập nhật các dự án mới của VNM:

(1) Nhà máy sữa Hưng Yên: Tổng mức đầu tư là 4.600 tỷ đồng, triển khai qua 3 giai đoạn với 1.500 tỷ đồng cho giai đoạn 1, dự kiến sẽ khởi công trong Q2.2025. Nhà máy Hưng Yên kỳ vọng sẽ nâng năng lực sản xuất cho thị trường miền Bắc, phục vụ nhu cầu tiêu dùng trong 2 - 3 năm tới.

(2) Trang trại bò sữa tại Lào: VNM đã hoàn tất xây dựng trang trại bò sữa tại Lào, hiện có 3.000 con bò, năng suất tốt nhất trong các trang trại ở Việt Nam và Lào trong năm 2024.

## 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
Tăng trưởng ngành	+8,8%	+8,5%	Kỳ vọng ngành sữa sẽ hồi phục với tăng trưởng GDP cải thiện
Thị trường nước ngoài	+10%	+10%	Kỳ vọng tăng trưởng nhờ danh mục sản phẩm tiếp tục mở rộng

### Chi phí nguyên vật liệu

Sữa bột	+14%	+0%	Ước tính giá sữa bột đang tăng khoảng 14% so với bình quân năm 2024 do nhu cầu nhập khẩu từ Trung Quốc tăng trở lại
Sữa tươi từ nông trại	+0%	+0%	Kỳ vọng không biến động do nguồn cung chủ yếu đến từ trong nước
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 **64.841 tỷ đồng** (+4,9% yoy) và **9.616 tỷ đồng** (+2,4% yoy) (*chi tiết tham khảo Phụ lục 2*) do chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng trở lại, VNM khó mở rộng được biên lợi nhuận gộp. Bên cạnh đó, mảng thịt bò vẫn chưa mang lại doanh thu đáng kể cho VNM.

### Định giá

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **67.500 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 14,7x 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 = 9,04% theo CAPM (Rf = 2,72%, Risk premium = 8,35%, beta = 0,76)

### Định giá bằng FCFF:

FCFF: tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	12.174.737	13.077.469	13.452.392	14.125.692	14.789.528
Thuế	(2.253.192)	(2.420.262)	(2.489.649)	(2.614.257)	(2.737.114)
Khấu hao	2.456.942	2.615.352	2.756.626	2.906.811	3.077.672
Thay đổi vốn lưu động	(398.951)	(127.983)	(129.815)	(133.168)	(141.238)
Đầu tư TSCĐ	(1.592.684)	(1.637.941)	(1.657.376)	(1.629.334)	(1.641.550)
<b>FCFF</b>	<b>10.386.851</b>	<b>11.506.636</b>	<b>11.932.178</b>	<b>12.655.743</b>	<b>13.347.298</b>
<b>NPV giai đoạn 2024-2028F</b>					<b>47.117.334</b>
<b>NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn (g = 1%)</b>					<b>117.362.714</b>
<b>Giá trị VCSH</b>					<b>140.478.897</b>

Số lượng CPLH	2.089.955.445
---------------	---------------

<b>Định giá</b>	<b>67.216</b>
-----------------	---------------

**Thông số tính toán: P/E**

(chi tiết trong phụ lục 1 đính kèm)

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

<b>Biến số</b>	<b>Hệ số áp dụng</b>
----------------	----------------------

LNST dự phóng 2025 (tỷ đồng)	9.616
------------------------------	-------

P/E áp dụng (trung bình)	14,7x
--------------------------	-------

Vốn hoá ước tính (tỷ đồng)	141.355
----------------------------	---------

Số lượng CPLH (tr.cp)	2.090
-----------------------	-------

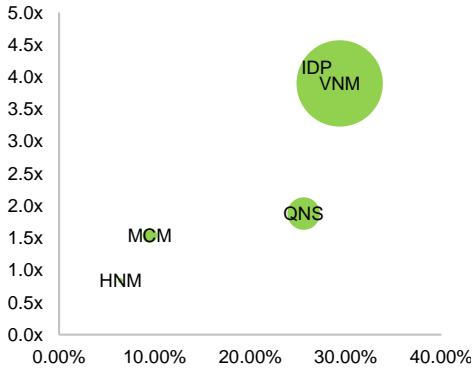
<b>Định giá</b>	<b>67.828</b>
-----------------	---------------

**RỦI RO ĐẦU TƯ**

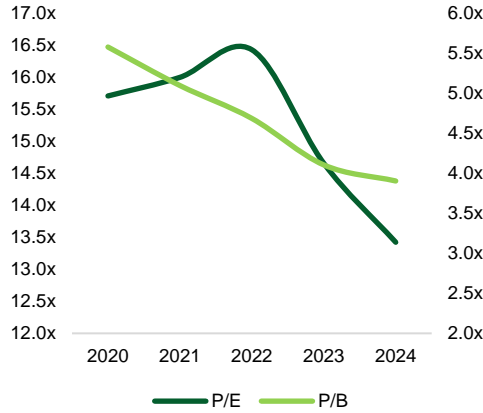
- Sữa bột của VNM chủ yếu được nhập khẩu từ nước ngoài nên giá sữa bột đầu vào tăng mạnh hơn kỳ vọng có thể ảnh hưởng trọng yếu đến biên lợi nhuận gộp của VNM.
- Tiêu dùng trong và ngoài nước kém hơn kỳ vọng sẽ ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ của VNM.

**ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI**

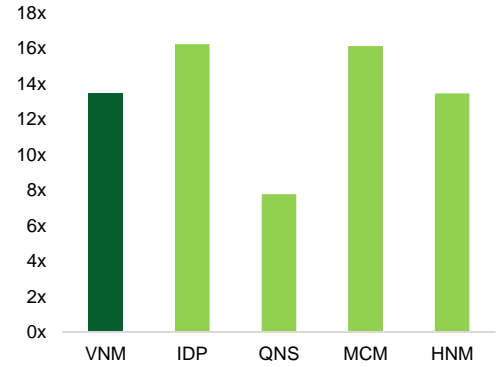
**Tương quan P/B và ROE**



**Lịch sử định giá**

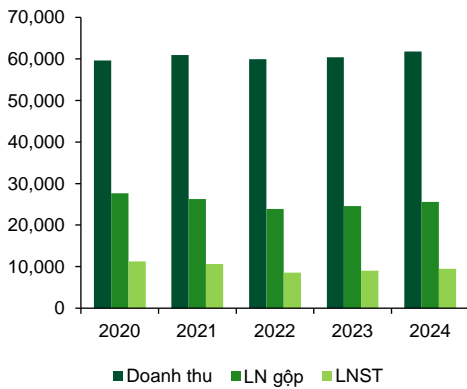


**P/E ngành**

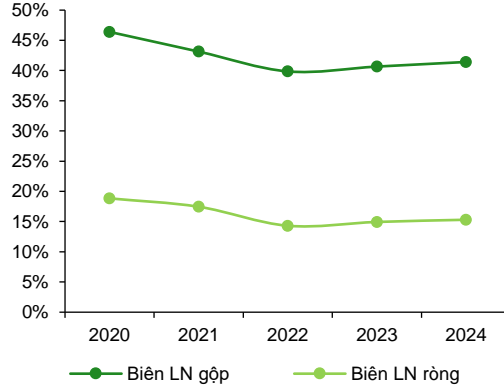


**KẾT QUẢ KINH DOANH**

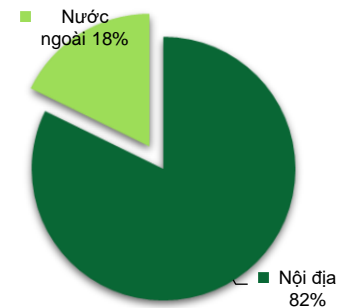
**Doanh thu và Lợi nhuận**



**Biên lợi nhuận**

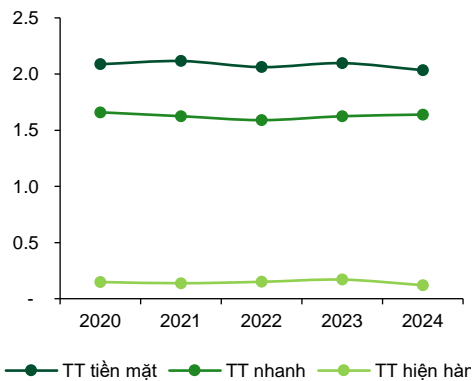


**Cơ cấu doanh thu**

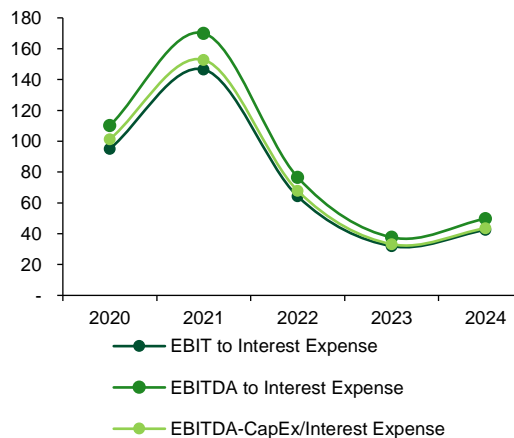


**SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH**

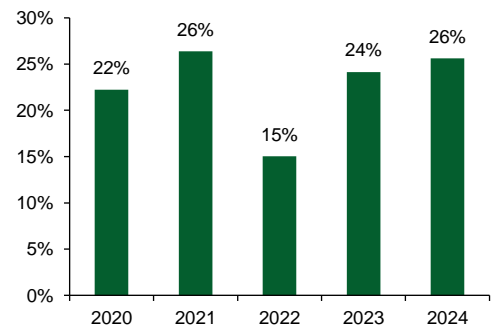
**Khả năng thanh toán**



**Thanh toán lãi vay**



**Nợ/VCSH**





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

Kết quả kinh doanh	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	61.782.610	64.840.682	69.021.272	72.749.604	76.713.090
- Giá vốn hàng bán	36.192.433	37.721.794	38.870.095	40.168.619	41.464.407
Lợi nhuận gộp	25.590.176	27.118.889	28.927.010	30.216.445	31.861.939
- Chi phí bán hàng	13.357.707	14.018.877	14.922.741	15.728.825	16.585.751
- Chi phí quản lí DN	1.827.917	1.918.394	2.042.082	2.152.389	2.269.654
Lợi nhuận HDKD	10.404.553	11.181.618	11.962.186	12.335.231	13.006.534
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-31.121	-32.662	-34.768	-36.646	-38.642
- Lợi nhuận khác	-1.443.404	-960.458	-1.080.515	-1.080.515	-1.080.515
EBIT	11.879.078	12.174.737	13.077.469	13.452.392	14.125.692
- Chi phí lãi vay	279.425	298.740	303.768	277.884	227.544
LNTT	11.599.654	11.875.997	12.773.701	13.174.508	13.898.148
- Thuế TNDN	2.146.761	2.197.904	2.364.043	2.438.221	2.572.146
LNST	9.452.893	9.678.093	10.409.658	10.736.287	11.326.002
- Lợi ích CĐTS	60.583	62.026	66.714	68.808	72.587
LNST CĐ CT Mẹ	9.392.310	9.616.067	10.342.944	10.667.480	11.253.415
EPS (đ)	4.022	4.601	4.949	5.104	5.385
EBITDA	14.631.679	15.692.822	16.209.018	17.032.503	17.867.200
Tăng trưởng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	2,3%	4,9%	6,4%	5,4%	5,4%
LN HDKD	6,5%	7,5%	7,0%	3,1%	5,4%
LN Hợp nhất	4,8%	2,4%	7,6%	3,1%	5,5%
LNST	5,8%	2,4%	7,6%	3,1%	5,5%
EBIT	4,9%	2,5%	7,4%	2,9%	5,0%
EPS	6,0%	14,4%	7,6%	3,1%	5,5%
Tổng tài sản	4,5%	0,3%	0,0%	-0,3%	-0,6%
Nợ vay	9,7%	-15,9%	-5,2%	-12,0%	-25,1%
VCSH	3,3%	3,5%	-0,3%	0,6%	2,1%
Khả năng sinh lời	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Tỷ suất LNG	41,4%	41,8%	41,9%	41,5%	41,5%
Tỷ suất LNST	15,3%	14,9%	15,1%	14,8%	14,8%
ROE DuPont	26,6%	26,3%	27,9%	28,7%	29,8%
ROA DuPont	17,6%	17,6%	18,8%	19,5%	20,6%
Tỷ suất EBIT	19,2%	18,8%	18,9%	18,5%	18,4%
LNTT / LNST	81,5%	81,5%	81,5%	81,5%	81,5%
LNTT / EBIT	97,6%	97,5%	97,7%	97,9%	98,4%
Vòng quay TTS	1,1	1,2	1,2	1,3	1,4
Đòn bẩy tài chính	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4
ROIC	21,3%	21,3%	23,1%	24,2%	26,0%
Hiệu quả hoạt động	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Số ngày tồn kho	28,3	27,6	27,4	27,5	27,5
Số ngày phải thu	59,6	57,3	58,7	58,6	58,6
Số ngày phải trả	38,7	38,1	38,2	38,1	38,1
Luân chuyển tiền	49,1	46,7	47,9	48,0	48,0
COGS/Hàng tồn kho	6,1	6,4	6,2	6,2	6,2
An toàn tài chính	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
TT hiện hành	2,03	2,21	2,24	2,33	2,54
TT nhanh	1,64	1,76	1,77	1,84	1,99
TT tiền mặt	0,12	0,13	0,14	0,15	0,17
Nợ / Tài sản	0,17	0,14	0,13	0,12	0,09
Nợ / Vốn sử dụng	0,20	0,17	0,17	0,15	0,11
Nợ / Vốn CSH	0,26	0,21	0,20	0,17	0,13
Khả năng TT lãi vay	42,51	40,75	43,05	48,41	62,08

Cân đối kế toán	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>Tài sản</b>					
+ Tiền	2.225.944	2.336.122	2.486.743	2.621.070	2.763.869
+ ĐTTT ngắn hạn	23.260.089	23.260.089	23.260.089	23.260.089	23.260.089
+ Phải thu	4.770.800	5.018.739	5.342.321	5.630.898	5.937.677
+ Hàng tồn kho	5.686.840	6.157.089	6.344.519	6.556.469	6.767.972
+ Khác	1.609.978	1.689.667	1.798.608	1.895.764	1.999.047
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>37.553.650</b>	<b>38.461.706</b>	<b>39.232.280</b>	<b>39.964.289</b>	<b>40.728.653</b>
+ 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	23.795.660	26.411.012	29.167.638	32.074.449
+ Tài sản dài hạn	13.748.158	12.883.901	11.906.489	10.807.239	9.529.762
+ ĐTTT dài hạn	751.364	751.364	751.364	751.364	751.364
+ Khác	2.995.889	3.144.178	3.346.898	3.527.688	3.719.881
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>17.495.411</b>	<b>16.779.443</b>	<b>16.004.751</b>	<b>15.086.291</b>	<b>14.001.006</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>55.049.062</b>	<b>55.241.148</b>	<b>55.237.031</b>	<b>55.050.580</b>	<b>54.729.660</b>
<b>Nợ &amp; VCSH</b>					
+ Phải trả (ngắn)	3.874.064	4.002.238	4.124.072	4.261.844	4.399.325
+ Vay ngắn hạn	9.115.435	7.671.200	7.296.122	6.440.160	4.842.285
+ Khác	5.470.047	5.740.800	6.110.937	6.441.032	6.791.947
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>18.459.547</b>	<b>17.414.238</b>	<b>17.531.130</b>	<b>17.143.036</b>	<b>16.033.558</b>
+ Vay dài hạn	157.904	126.323	94.742	63.162	31.581
+ Phải trả dài hạn	257.208	269.939	287.343	302.865	319.365
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>415.112</b>	<b>396.262</b>	<b>382.086</b>	<b>366.026</b>	<b>350.946</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>18.874.659</b>	<b>17.810.500</b>	<b>17.913.216</b>	<b>17.509.062</b>	<b>16.384.504</b>
+ Vốn điều lệ	20.899.554	20.899.554	20.899.554	20.899.554	20.899.554
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
+ Thặng dư	34.111	34.111	34.111	34.111	34.111
+ LN giữ lại	11.345.154	12.601.400	12.494.567	12.712.269	13.515.907
+ Lợi ích CĐTS	3.895.583	3.895.583	3.895.583	3.895.583	3.895.583
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>36.174.403</b>	<b>37.430.648</b>	<b>37.323.815</b>	<b>37.541.518</b>	<b>38.345.156</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>55.049.062</b>	<b>55.241.148</b>	<b>55.237.031</b>	<b>55.050.580</b>	<b>54.729.660</b>
Lưu chuyển tiền	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>2.912.027</b>	<b>2.225.944</b>	<b>2.336.122</b>	<b>2.486.743</b>	<b>2.621.070</b>
<b>LNST</b>	<b>9.392.310</b>	<b>9.616.067</b>	<b>10.342.944</b>	<b>10.667.480</b>	<b>11.253.415</b>
+ Khấu hao lũy kế	2.341.065	2.456.942	2.615.352	2.756.626	2.906.811
+ Điều chỉnh	142.088	-135.557	-185.316	-165.268	-175.692
+ Thay đổi VLD	-716.448	-398.951	-127.983	-129.815	-133.168
<b>Tiền từ HĐKD</b>	<b>11.159.016</b>	<b>11.538.501</b>	<b>12.644.998</b>	<b>13.129.022</b>	<b>13.851.366</b>
+ 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	0
+ Khác	-3.584.318	0	0	0	0
<b>Tiền từ HĐĐT</b>	<b>-5.212.171</b>	<b>-1.592.684</b>	<b>-1.637.941</b>	<b>-1.657.376</b>	<b>-1.629.334</b>
+ Cổ tức đã trả	-8.046.328	-8.359.822	-10.449.777	-10.449.777	-10.449.777
+ Tăng (giảm) vốn	722.407	0	0	0	0
+ Nợ ngắn hạn	17.420.429	-1.444.235	-375.078	-855.962	-1.597.875
+ Nợ dài hạn	16.624.470	-31.581	-31.581	-31.581	-31.581
+ Khác	-104.967	0	0	0	0
<b>Tiền từ HĐTC</b>	<b>-6.632.929</b>	<b>-9.835.638</b>	<b>-10.856.436</b>	<b>-11.337.320</b>	<b>-12.079.233</b>
Lưu chuyển tiền	-686.084	110.178	150.621	134.327	142.799
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>2.225.944</b>	<b>2.336.122</b>	<b>2.486.743</b>	<b>2.621.070</b>	<b>2.763.869</b>

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

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

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

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

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

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

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

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

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

### Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

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

### Giang Đặng Ánh Phương

Chuyên viên Phân tích

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

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

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

Bloomberg: VCBS <GO>