

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	60.000
Tiềm năng tăng giá	8,3%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	3,6%
Tỷ suất sinh lời	11,9%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Đồ uống
Thị giá (21/05/2025)	55.400
Biến động 1 năm	50.2 – 70.4
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	3.686.771
Vốn hóa (Tỷ đồng)	117.456
P/E	14,95x
P/B	3,25x
%NN sở hữu	48,78%

Diễn biến giá



	3T	6T	12T
VNM	-4,5%	-11,2%	-13,2%
VNindex	-0,1%	1,7%	1,8%

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>

XUẤT KHẨU VẪN LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG CHÍNH, TIÊU DÙNG NỘI ĐỊA SUY YẾU

ĐÁNH GIÁ: TRUNG LẬP

Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** với giá mục tiêu **60.000 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 14,5x dựa trên triển vọng hồi phục của thị trường sữa nội địa trong 9 tháng cuối năm, xuất khẩu tiếp tục tăng trưởng, nhưng biên lợi nhuận của VNM có thể thu hẹp nhẹ.

CẬP NHẬT KQKD:

DTT và LNST Q1.2025 lần lượt đạt 12.935 tỷ đồng (-8,3% yoy) và 1.568 tỷ đồng (-28,5% yoy) trong đó doanh thu nội địa giảm -12,9% yoy, nhưng doanh thu xuất khẩu tiếp tục tăng trưởng svck (+11,8% yoy). Biên lợi nhuận gộp đạt 40,3%, giảm -1,6% svck do giá bột sữa nhập khẩu tăng mạnh svck. Tuy nhiên, so với Q4.2024, biên lợi nhuận gộp cải thiện nhẹ 0,2% do VNM đã tăng giá bán sản phẩm để bù đắp cho sự gia tăng của chi phí nguyên vật liệu. Doanh thu cùng LNST quý 1 thấp hơn kỳ vọng do VNM thực hiện tái cấu trúc kênh bán hàng trong quý 1.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tiêu thụ sữa chưa cải thiện mạnh nhưng bắt đầu cho tín hiệu hồi phục: Sản lượng sữa liên tục giảm từ cuối năm 2024 nhưng có tín hiệu hồi phục nhẹ trong tháng 4/2025. Với danh mục sản phẩm đa dạng, tiêu thụ sữa của VNM kỳ vọng sẽ cải thiện. Tuy nhiên, nhiều người tiêu dùng có thể chủ động thắt chặt chi tiêu do lo ngại mức thuế quan mới của Mỹ ảnh hưởng tới việc làm.

Biên lợi nhuận có thể thu hẹp nhẹ: VNM dự kiến tăng giá bán thấp hơn đà tăng của chi phí nguyên vật liệu, tuy nhiên VNM đã chuẩn bị nguyên vật liệu sớm để hạn chế rủi ro tăng giá.

Chiến dịch marketing hiệu quả, tỷ lệ Chi phí bán hàng/Doanh thu kỳ vọng cải thiện: Tuy doanh thu nội địa sụt giảm do tiêu thụ sữa còn yếu, nhưng các dòng sản phẩm mới của VNM vẫn ghi nhận tăng trưởng ổn định với chiến dịch thay đổi nhận diện thương hiệu. Tỷ lệ chi phí SG&A/Doanh thu kỳ vọng cải thiện trong bối cảnh doanh thu kỳ vọng hồi phục.

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.

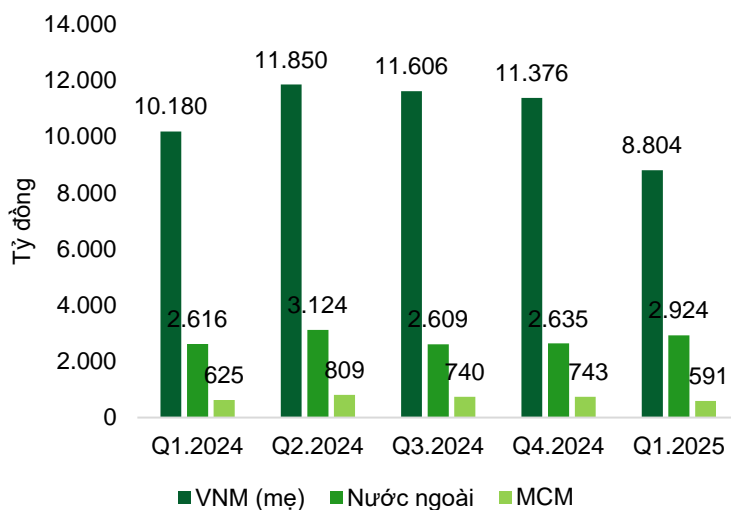
Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025F	2026F
Tăng trưởng DT	0,7%	2,3%	-1,9%	7,7%
Tăng trưởng LNST	4,2%	5,8%	-7,3%	8,3%
Nợ/TTS (%)	16,1%	16,8%	15,9%	13,2%
TS LN gộp (%)	40,7%	41,4%	41,2%	40,7%
ROE – TTM (%)	25,8%	26,1%	24,0%	25,2%
EPS - TTM (đồng)	3.796	4.022	4.165	4.509
P/E	14,7x	13,4x	14,5x	13,3x

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2025

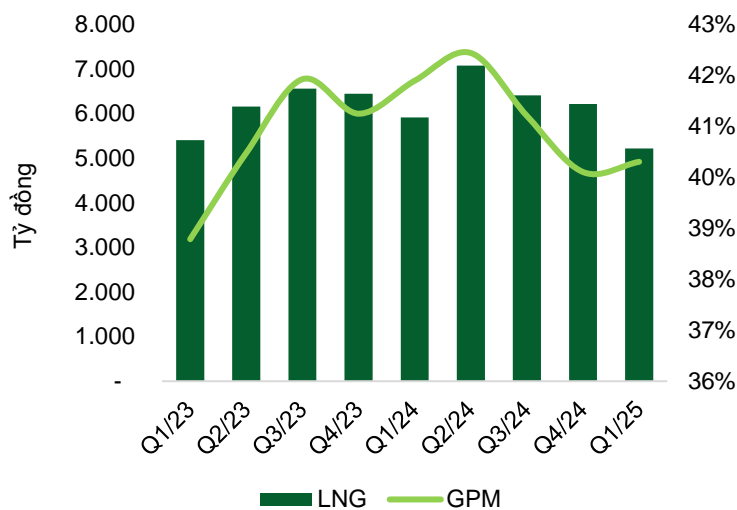
Tóm tắt biến động kinh doanh Q1.2025

Tiêu chí	Q1.2024	Q1.2025	% YOY	Năm 2023	Năm 2024	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu thuần	14.112	12.935	-8,3%	60.369	61.783	+2,3%	Doanh thu Q1.2025 giảm svck do tiêu dùng nội địa kém tích cực. Bên cạnh đó, VNM đã chủ động tái cấu trúc hệ thống phân phối truyền thống trong quý 1, điều này cũng gây ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh.
- Nội địa	11.497	10.010	-12,9%	50.617	50.799	+0,4%	
- Nước ngoài	2.615	2.924	+11,8%	9.751	10.983	+12,6%	
Xuất khẩu	1.297	1.620	+24,9%	3.742	5.664	+12,4%	Doanh thu xuất khẩu tiếp tục tăng trưởng tích cực nhờ (1) Thị trường truyền thống Trung Đông tăng trưởng tích cực nhờ sức mua tốt và uy tín thương hiệu lâu năm (2) VNM mở rộng thêm 2 thị trường xuất khẩu mới, nâng tổng thị trường xuất khẩu lên 65.
CN nước ngoài	1.319	1.304	-1,1%	3.476	5.319	+12,9%	Doanh thu tại 2 chi nhánh nước ngoài giảm nhẹ svck. Tuy nhiên, Driftwood tại Mỹ tiếp tục ghi nhận doanh thu tăng trưởng dương nhờ giữ vững hiệu quả tại kênh trường học chủ lực và mở rộng hiệu quả kênh HORECA. Với Angkor Milk tại Campuchia, VNM tiếp tục mở rộng danh mục sản phẩm với sữa chua ăn thốt nốt.
LNST	2.195	1.568	-28,5%	9.019	9.453	+4,8%	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 tăng mạnh lên 27,8% do Công ty có những khoản chi phí cố định trong khi doanh thu sụt giảm.
Biên gộp	41,9%	40,3%	-1,6%	40,7%	41,4%	+0,7%	Biên lợi nhuận gộp quý 1 giảm do giá sữa bột SMP và WMP đầu vào tăng, chi phí nguyên liệu đầu vào ước tính tăng 4,5% svck trong khi giá bán mới tăng 2,6%.

Hình 1: KQKD của VNM



Hình 2: Lợi nhuận gộp theo quý của VNM



Nguồn: VNM, VCBS tổng hợp

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

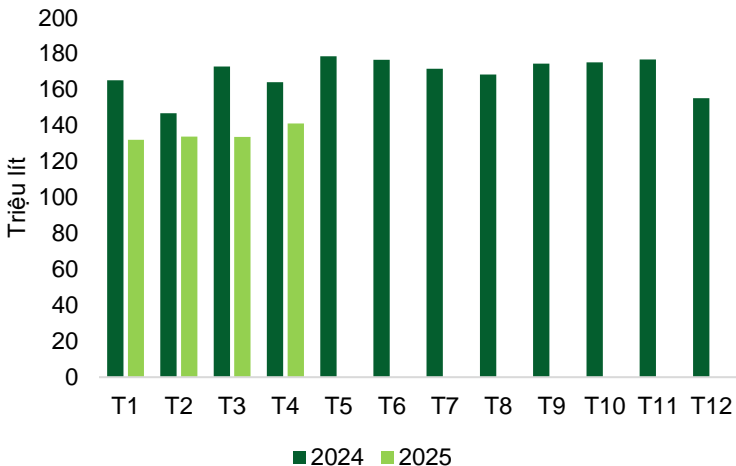
Tiêu thụ sữa chưa cải thiện mạnh nhưng bắt đầu cho tín hiệu hồi phục trong tháng 4

Theo Tổng cục Thống kê, sản lượng sữa tươi liên tục giảm từ cuối năm 2024 và có tín hiệu hồi phục nhẹ trong tháng 4/2025 nhưng vẫn tăng trưởng âm svck (-14% yoy). Luỹ kế 4 tháng đầu năm, sản lượng sữa tươi ghi nhận giảm 16,7% svck. Đối với sữa bột, sản lượng giảm mạnh trong tháng đầu năm, nhưng hồi phục dần qua từng tháng.

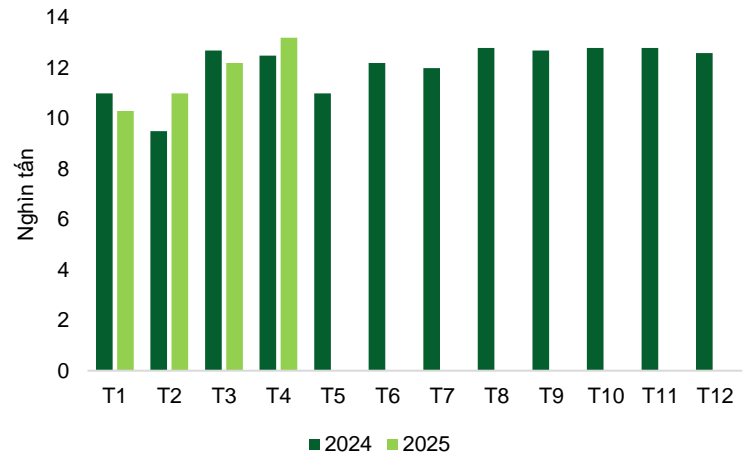
Luỹ kế 4 tháng đầu năm, sản lượng sữa bột tăng nhẹ 2,2% svck. Tuy nhiên, trong bối cảnh Việt Nam vẫn đang trong quá trình đàm phán với Mỹ về mức thuế quan, tiêu dùng nội địa có thể sẽ bị ảnh hưởng gián tiếp với tâm lý của người tiêu dùng. Nhiều người tiêu dùng sẽ chủ động thắt chặt chi tiêu do lo ngại mức thuế quan mới sẽ ảnh hưởng tới việc làm, theo đó sức mua ngành hàng FMCG cũng có thể suy giảm.

Hiện tại, tiêu thụ sữa ở khu vực thành thị tốt hơn khu vực nông thôn, và tiêu thụ sữa ở nông thôn vẫn trong xu hướng giảm. Tuy nhiên, với danh mục sản phẩm đa dạng, phục vụ nhiều phân khúc khách hàng từ bình dân, trung cấp, cao cấp và siêu cao cấp, tiêu thụ sữa của VNM kỳ vọng sẽ cải thiện trong thời gian tới sau khi đã hoàn thành tái cơ cấu kênh bán hàng truyền thống. Theo chia sẻ của Ban lãnh đạo, doanh thu tháng 4 của VNM tăng trưởng hơn 10% so với cùng kỳ và hơn 40% so với trung bình 1 tháng trong quý 1.

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



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



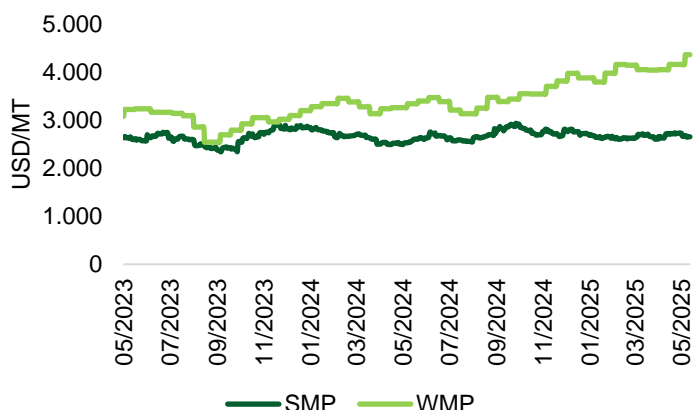
Nguồn: GSO, VCBS tổng hợp

Biên lợi nhuận gộp có thể thu hẹp nhẹ trong năm 2025

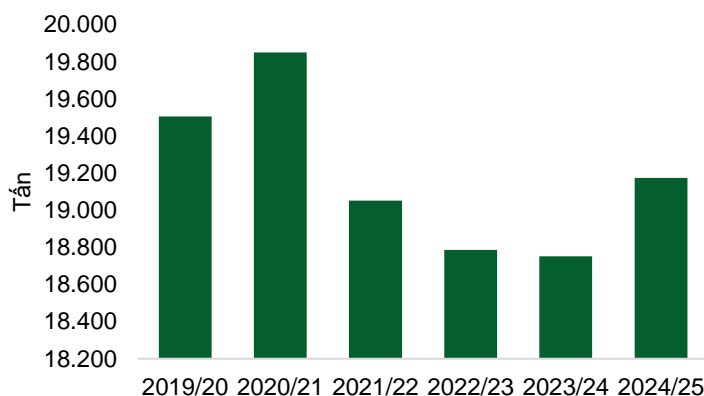
Chúng tôi kỳ vọng giá sữa bột đầu vào sẽ tiếp tục đà tăng nhưng ở tốc độ chậm lại và dao động quanh mức hiện tại. Giá sữa bột WMP dự báo tiếp tục tăng nhẹ do nhu cầu nhập khẩu WMP của Trung Quốc có thể sẽ tiếp tục hồi phục trong năm 2025. Theo Rabobank, sản lượng sữa của Trung Quốc đã giảm 0,5% trong năm 2024 và dự báo sẽ giảm 1,5% trong năm 2025, theo đó lượng sữa nhập khẩu của Trung Quốc có thể tăng 2% trong năm 2025. Tuy nhiên, sản lượng sữa của New Zealand và Australia trong T3.2025 tăng svck nhờ thời tiết thuận lợi hơn, và xuất khẩu WMP từ các nước xuất khẩu chính dự báo tăng 2,2% svck, theo đó nguồn cung có thể cải thiện trong thời gian tới, áp lực tăng giá sẽ không còn lớn. Đối với sữa bột SMP, nhu cầu đã giảm khoảng 4% trong năm 2024 và dự kiến sẽ tiếp tục suy yếu trong năm 2025, nhưng xuất khẩu SMP từ các nước xuất khẩu chính dự báo giảm 1,8% svck, do đó giá sữa bột SMP có thể không giảm mạnh trong năm 2025.

Biên lợi nhuận có thể sẽ thu hẹp nhẹ trong năm 2025 do VNM dự kiến chi phí nguyên vật liệu sẽ tăng khoảng 4,2% svck và VNM dự định tăng giá bán khoảng 3,4%. Đà tăng của chi phí nguyên vật liệu kỳ vọng chậm lại, tương đương với quý 1 do (1) Giá sữa bột đầu vào dự báo dao động quanh mức hiện tại (2) VNM đã chuẩn bị nguyên vật liệu sớm để ứng phó với đà tăng của nguyên vật liệu đầu vào (3) Các trang trại của VNM đã đủ đáp ứng nhu cầu sữa tươi nguyên liệu, do đó, VNM không cần nhập khẩu thêm. VNM sẽ không tăng giá thu mua sữa tươi nguyên liệu từ người nông dân do giá thu mua hiện tại đã ở mức khá cao.

Hình 5: Giá sữa bột SMP và WMP



Hình 6: Sản lượng sữa tại New Zealand (luỹ kế T6 – T3)



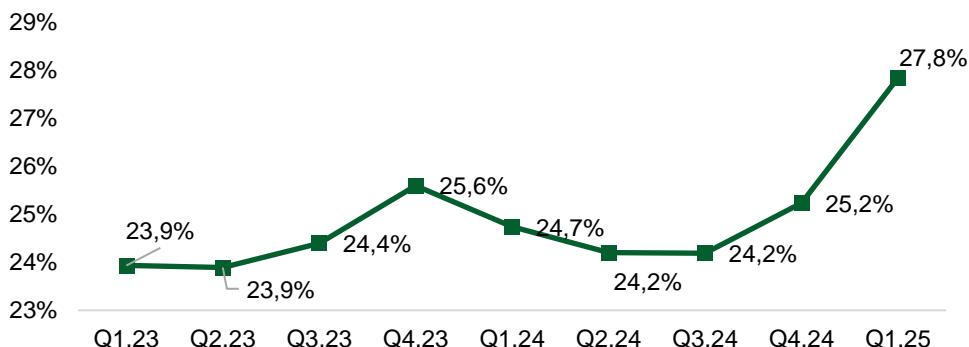
Nguồn: Bloomberg, CLAL

Chiến lược marketing hiệu quả khi doanh số các sản phẩm tăng trưởng ổn định, tiếp tục phát triển và tái tung các sản phẩm phù hợp xu hướng

Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu kỳ vọng cải thiện

Vinamilk đã gần như hoàn thành thay đổi bao bì cho các sản phẩm trong nước, dòng sản phẩm sữa bột người lớn sẽ được tái định vị trong Q3.2025. Chiến dịch thay đổi nhận diện thương hiệu của VNM thể hiện khá hiệu quả khi một số ngành hàng như sữa chua uống, sữa thực vật, sữa tươi Green Farm tiếp tục ghi nhận tăng trưởng ổn định. Tỷ lệ Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/Doanh thu của VNM kỳ vọng sẽ quay về mức ổn định 24 – 25% với việc VNM có khả năng tăng doanh số sau khi đã tiến hành tái cấu trúc hệ thống bán hàng trong quý 1 và đã ghi nhận kết quả khả quan trong tháng 4 với doanh số cải thiện khoảng 41% so với trung bình 1 tháng trong Q1.2025.

Hình 7: Tỷ lệ Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/Doanh thu của VNM tăng mạnh trong quý 1, nhưng kỳ vọng quay lại mức ổn định trong quá khứ



Nguồn: VNM, VCBS tổng hợp

Thị phần của VNM hiện vẫn duy trì vị thế đứng đầu trong ngành sữa tại Việt Nam. Trong thời gian tới, VNM sẽ tiếp tục phát triển và tái tung các dòng sản phẩm phù

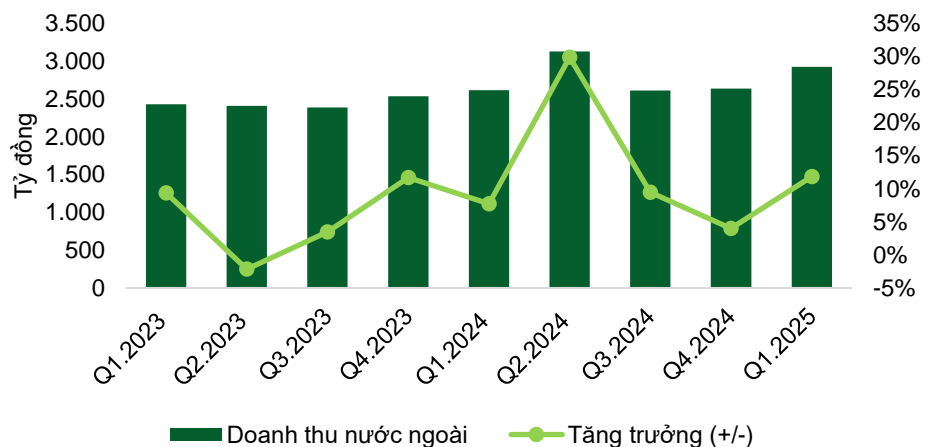
hợp với xu hướng thị trường như các sản phẩm cao đạm và các sản phẩm giải khát. Công ty sẽ tiếp tục gia tăng lợi thế cạnh tranh nhờ các dòng sản phẩm có ưu thế như sữa Green Farm, sữa chua uống men sống Probi trong bối cảnh người tiêu dùng có nhu cầu cải thiện sức đề kháng. Thị trường sữa hạt của VNM hiện đã dẫn đầu, tiệm cận mức 40%. Bên cạnh đó, vai trò của chuỗi F&B cũng khá quan trọng trong việc cải thiện doanh thu và VNM sẽ tận dụng lợi thế cạnh tranh để đưa vào kênh F&B các sản phẩm như sữa Green Farm và sữa đặc có đường Ngôi sao Phương Nam. Ngoài ra, VNM đang liên tục mở mới các cửa hàng, đồng thời thay đổi nhận diện cho các cửa hàng hiện hữu để tăng sức cạnh tranh ở kênh MT sau khi đã có lợi thế cạnh tranh ở kênh truyền thống. Trong thời gian tới, VNM cũng có kế hoạch bán chéo các sản phẩm của Mộc Châu và các sản phẩm thịt bò tại các cửa hàng Giấc mơ sữa Việt để gia tăng doanh thu.

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

Doanh thu xuất khẩu tăng trưởng 24,9% svck, góp phần giúp doanh thu nước ngoài đóng góp hơn 20% vào tổng doanh thu của VNM trong Q1.2025. Kết quả ấn tượng này đến từ việc (1) Thị trường truyền thống Trung Đông tăng trưởng tích cực nhờ sức mua tốt và uy tín thương hiệu lâu năm (2) VNM mở rộng thêm 2 thị trường xuất khẩu mới tại khu vực Châu Âu và Châu Đại Dương, nâng tổng thị trường xuất khẩu lên 65. Doanh thu xuất khẩu kỳ vọng sẽ tiếp tục được cải thiện do VNM không tập trung vào một số thị trường cụ thể mà chủ động tìm kiếm, mở rộng thị trường xuất khẩu qua các hoạt động như tham gia hội chợ để tìm kiếm khách hàng, đẩy mạnh thương mại điện tử và kinh doanh quốc tế.

Đối với các chi nhánh nước ngoài, tại thị trường Mỹ, Driftwood tiếp tục ghi nhận doanh thu tăng trưởng dương nhờ giữ vững hiệu quả tại kênh trường học chủ lực và mở rộng hiệu quả kênh HORECA. Với thị trường Campuchia, VNM tiếp tục mở rộng danh mục sản phẩm với sản phẩm sữa chua ăn thốt nốt đã được ra mắt.

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. 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. Tuy nhiên, mảng thịt bò vẫn chưa đóng góp đáng kể vào tổng doanh thu.

Chúng tôi dự báo doanh thu nội địa và nước ngoài của VNM đạt lần lượt là **48.850 tỷ đồng (-4,9% yoy)** và **12.283 tỷ đồng (+11,8% yoy)** trong năm 2025. Biên lợi nhuận gộp thị trường nội địa dự báo giảm nhẹ 0,3%, theo đó biên lợi nhuận gộp chung dự báo giảm 0,2%.

Một số thông tin khác

Một số thông tin về các dự án của VNM:

(1) Tổ hợp dự án chăn nuôi và chế biến thịt bò với tổng vốn đầu tư là 1.670 tỷ đồng, đã đưa nhà máy vào vận hành từ T12/2024 và trang trại bò dự kiến đi vào hoạt động trong Q2.2025.

(2) Dự án nhà máy sữa Hưng Yên với tổng mức đầu tư 4.600 tỷ đồng sẽ khởi công trong Q2.2025 và dự kiến sẽ hoàn thành giai đoạn 1 trong 2 năm. Nhà máy sẽ tập trung sản xuất sữa nước, tự động hoá hoàn toàn, công suất giai đoạn 1 sẽ tận dụng máy móc di dời từ nhà máy Tiên Sơn. VNM sẽ tiến hành nâng công suất nếu sản xuất được trên 70% công suất thiết kế.

(3) Dự án tổ hợp trang trại bò sữa tại Lào đã hoàn thành các hạng mục chính của giai đoạn 1, quy mô gần 4.000 con, cung ứng khoảng 18,5 triệu lít sữa trong năm 2024, năng suất khoảng 35 lít/con/ngày nhờ thời tiết thuận lợi, hiện ở Việt Nam năng suất mới đạt 30 lít/con/ngày.

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%	+5%	Kỳ vọng tiêu thụ sữa nội địa sẽ được cải thiện dần dần, tuy nhiên năm 2025 dự báo vẫn tăng trưởng âm svck do tiêu thụ sữa đầu năm sụt giảm mạnh
Thị trường nước ngoài	+11,8%	+10%	Kỳ vọng tăng trưởng nhờ danh mục sản phẩm tiếp tục mở rộng và VNM chủ động tìm kiếm thêm các khách hàng mới

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%	+2%	Ước tính mức độ tăng giá trung bình qua các năm.

Chúng tôi hạ dự báo DTT và LNST của VNM trong năm 2025 do tình hình tiêu thụ nội địa kém khả quan trong Q1.2025, lần lượt đạt **60.607 tỷ đồng (-1,9% yoy)** và **8.704 tỷ đồng (-7,3% yoy)** (*chi tiết tham khảo Phụ lục 2*). LNST giảm mạnh hơn đã giảm của doanh thu do chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng trở lại, biên lợi nhuận gộp có thể thu hẹp nhẹ. Bên cạnh đó, chi phí SG&A tăng khá cao trong quý 1, kỳ vọng sẽ bình thường trở lại với doanh thu hồi phục trong 9 tháng cuối năm, tuy nhiên lũy kế cả năm tỷ lệ chi phí SG&A/DTT có thể tăng 0,5 – 1%.

Định giá

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **60.000 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 14,5x 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 = 8,77% theo CAPM ($R_f = 3,05\%$, Risk premium = 8,35%, $\beta = 0,69$)

Định giá bằng FCFF:

FCFF: tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	11.019.816	11.879.275	11.946.421	12.094.181	12.171.719
Thuế	(2.039.450)	(2.198.511)	(2.210.937)	(2.238.283)	(2.252.633)
Khấu hao	2.296.533	2.472.523	2.574.299	2.685.843	2.808.925
Thay đổi vốn lưu động	(300.283)	(185.154)	(167.630)	(178.759)	(171.918)
Đầu tư TSCĐ	(1.592.684)	(1.637.941)	(1.657.376)	(1.629.334)	(1.641.550)
FCFF	9.383.932	10.330.192	10.484.777	10.733.648	10.914.542
NPV giai đoạn 2025-2029F					42.185.682
NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn ($g = 1\%$)					103.836.564
Giá trị VCSH					124.008.796
Số lượng CPLH					2.089.955.445
Định giá					59.336

Thông số tính toán: P/E

(chi tiết trong phụ lục 1 đính kèm)

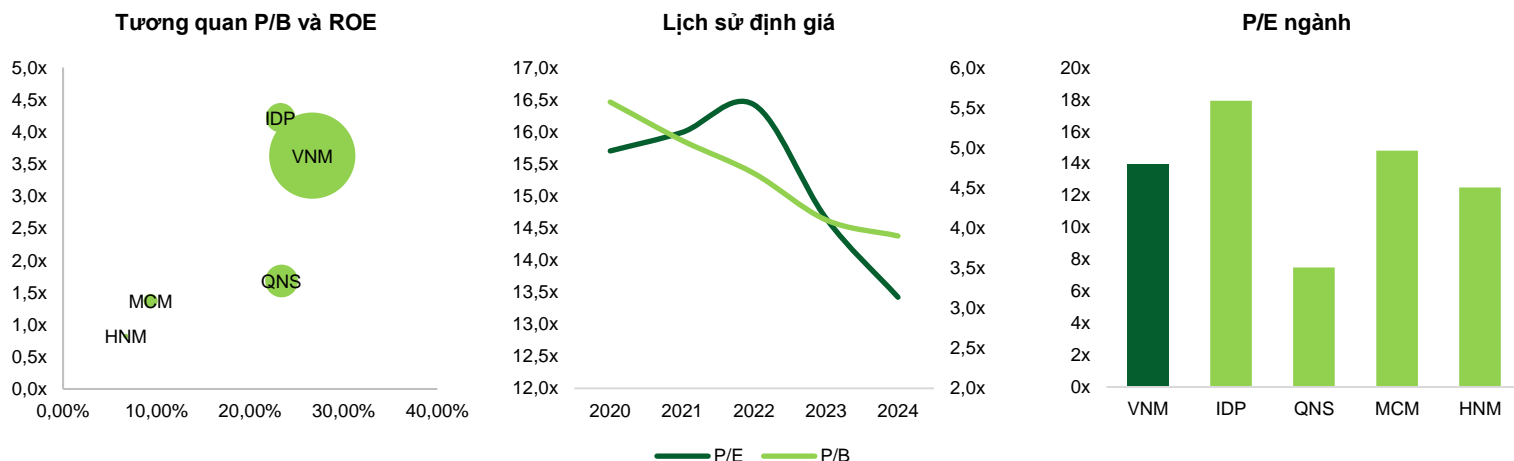
Định giá bằng phương pháp so sánh P/E

Biến số	Hệ số áp dụng
LNST dự phóng 2025 (tỷ đồng)	8.704
P/E áp dụng (trung bình)	14,5x
Vốn hoá ước tính (tỷ đồng)	126.556
Số lượng CPLH (tr.cp)	2.090
Định giá	60.569

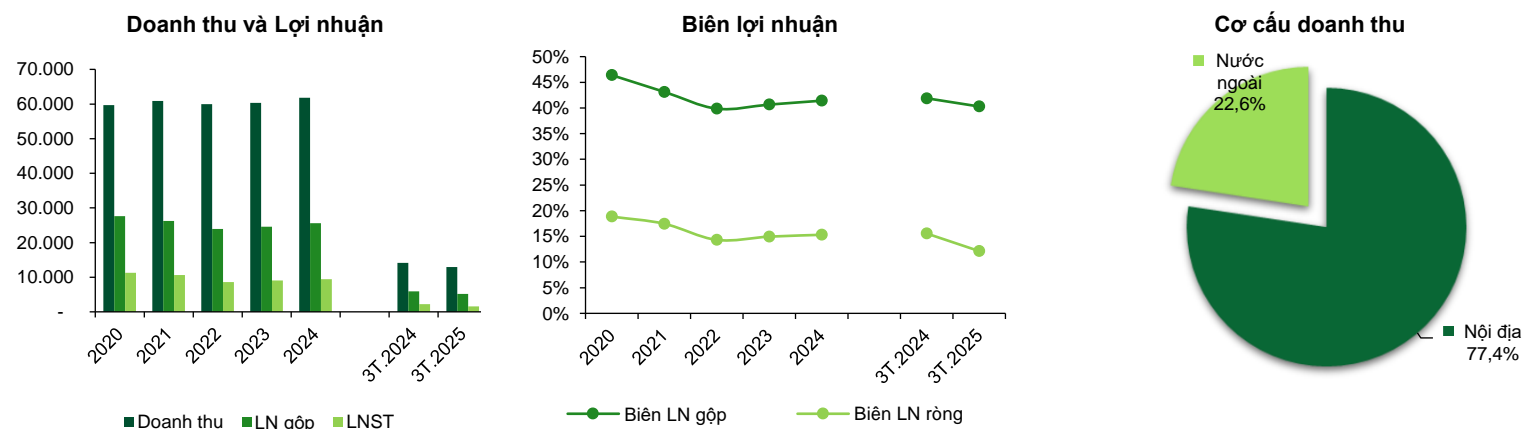
RỦI RO ĐẦU TƯ

- 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.
- Tỷ lệ Chi phí SG&A/Doanh thu không được cải thiện trong 3 quý cuối năm sẽ ảnh hưởng tới LNST.

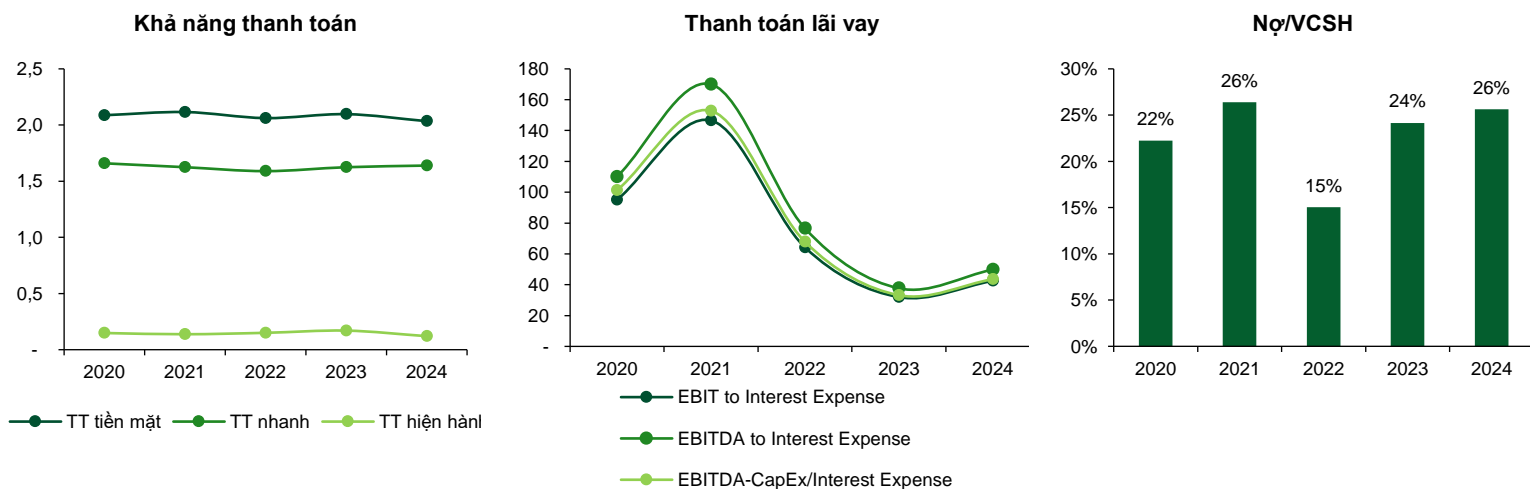
ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI



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	65.251.888	67.937.825	70.881.572
- Giá vốn hàng bán	36.192.433	35.630.125	38.687.770	40.647.734	42.721.657
Lợi nhuận gộp	25.590.176	24.977.247	26.564.118	27.290.091	28.159.915
- Chi phí bán hàng	13.357.707	13.515.444	14.107.782	14.688.495	15.324.948
- Chi phí quản lí DN	1.827.917	1.793.146	1.930.560	2.010.027	2.097.121
Lợi nhuận HDKD	10.404.553	9.668.657	10.525.776	10.591.570	10.737.846
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-31.121	-30.529	-32.869	-34.222	-35.705
- Lợi nhuận khác	-1.443.404	-1.320.630	-1.320.630	-1.320.630	-1.320.630
EBIT	11.879.078	11.019.816	11.879.275	11.946.421	12.094.181
- Chi phí lãi vay	279.425	269.709	239.849	192.782	138.655
LNTT	11.599.654	10.750.107	11.639.426	11.753.639	11.955.526
- Thuế TNDN	2.146.761	1.989.534	2.154.121	2.175.259	2.212.622
LNST	9.452.893	8.760.573	9.485.304	9.578.380	9.742.904
- Lợi ích CĐTS	60.583	56.146	60.790	61.387	62.441
LNST CĐ CT Mẹ	9.392.310	8.704.427	9.424.514	9.516.993	9.680.462
EPS (đ)	4.022	4.165	4.509	4.554	4.632
EBITDA	13.316.349	14.351.798	14.520.720	14.780.023	14.980.644
Tăng trưởng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	2,3%	-1,9%	7,7%	4,1%	4,3%
LN HDKD	6,5%	-7,1%	8,9%	0,6%	1,4%
LN Hợp nhất	4,8%	-7,3%	8,3%	1,0%	1,7%
LNST	5,8%	-7,3%	8,3%	1,0%	1,7%
EBIT	4,9%	-7,2%	7,8%	0,6%	1,2%
EPS	6,0%	3,6%	8,3%	1,0%	1,7%
Tổng tài sản	4,5%	-0,8%	0,7%	-0,2%	-0,1%
Nợ vay	9,7%	-6,1%	-16,4%	-23,5%	-34,0%
VCSH	3,3%	1,0%	2,9%	3,1%	3,4%
Khả năng sinh lời	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Tỷ suất LNG	41,4%	41,2%	40,7%	40,2%	39,7%
Tỷ suất LNST	15,3%	14,5%	14,5%	14,1%	13,7%
ROE DuPont	26,6%	24,1%	25,6%	25,1%	24,7%
ROA DuPont	17,6%	16,0%	17,3%	17,4%	17,8%
Tỷ suất EBIT	19,2%	18,2%	18,2%	17,6%	17,1%
LNTT / LNST	81,5%	81,5%	81,5%	81,5%	81,5%
LNTT / EBIT	97,6%	97,6%	98,0%	98,4%	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%	19,3%	21,1%	21,5%	22,1%
Hiệu quả hoạt động	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Số ngày tồn kho	28,3	28,5	27,2	27,7	27,7
Số ngày phải thu	59,6	59,3	57,7	58,4	58,5
Số ngày phải trả	38,7	39,2	37,2	37,8	37,8
Luân chuyển tiền	49,1	48,6	47,8	48,3	48,4
COGS/Hàng tồn kho	6,1	6,2	6,3	6,2	6,2
An toàn tài chính	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
TT hiện hành	2,03	2,12	2,27	2,49	2,78
TT nhanh	1,64	1,70	1,80	1,96	2,17
TT tiền mặt	0,12	0,12	0,14	0,15	0,18
Nợ / Tài sản	0,17	0,16	0,13	0,10	0,07
Nợ / Vốn sử dụng	0,20	0,19	0,16	0,13	0,08
Nợ / Vốn CSH	0,26	0,24	0,19	0,14	0,09
Khả năng TT lãi vay	42,51	40,86	49,53	61,97	87,23

Cân đối kế toán	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Tài sản					
+ Tiền	2.225.944	2.183.601	2.350.937	2.447.708	2.553.767
+ 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	5.050.567	5.258.462	5.486.311
+ Hàng tồn kho	5.686.840	5.899.670	6.339.928	6.675.426	7.030.296
+ Khác	1.609.978	1.579.352	1.700.383	1.770.375	1.847.085
Tài sản ngắn hạn	37.553.650	37.613.789	38.701.903	39.412.059	40.177.548
+ 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	26.107.774	28.682.073	31.367.916
+ Tài sản dài hạn	13.748.158	13.044.309	12.209.727	11.292.804	10.236.295
+ ĐTTT dài hạn	751.364	751.364	751.364	751.364	751.364
+ Khác	2.995.889	3.215.420	3.356.974	3.464.614	3.673.946
Tài sản dài hạn	17.495.411	17.011.094	16.318.066	15.508.783	14.661.605
Tổng Tài sản	55.049.062	54.624.883	55.019.969	54.920.841	54.839.153
Nợ & VCSH					
+ Phải trả (ngắn)	3.874.064	3.780.315	4.104.727	4.312.677	4.532.718
+ Vay ngắn hạn	9.115.435	8.580.926	7.187.941	5.506.286	3.642.611
+ Khác	5.470.047	5.365.995	5.777.207	6.015.012	6.275.642
Nợ ngắn hạn	18.459.547	17.727.236	17.069.875	15.833.975	14.450.972
+ Vay dài hạn	157.904	126.323	94.742	63.162	31.581
+ Phải trả dài hạn	257.208	252.315	271.651	282.833	295.088
Nợ dài hạn	415.112	378.638	366.393	345.994	326.669
Tổng nợ	18.874.659	18.105.874	17.436.268	16.179.969	14.777.640
+ 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	11.689.760	12.754.452	13.911.624	15.232.264
+ 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	36.519.008	37.583.701	38.740.872	40.061.513
Tổng nguồn vốn	55.049.062	54.624.883	55.019.969	54.920.841	54.839.153
Lưu chuyển tiền	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	2.912.027	2.225.944	2.183.601	2.350.937	2.447.708
LNST	9.392.310	8.704.427	9.424.514	9.516.993	9.680.462
+ Khấu hao lũy kế	2.341.065	2.296.533	2.472.523	2.574.299	2.685.843
+ Điều chỉnh	142.088	-224.424	-122.218	-96.458	-197.077
+ Thay đổi VLD	-716.448	-300.283	-185.154	-167.630	-178.759
Tiền từ HĐKD	11.159.016	10.476.254	11.589.664	11.827.204	11.990.470
+ 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
+ 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	-534.509	-1.392.985	-1.681.655	-1.863.674
+ 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	-8.925.912	-9.784.388	10.073.058	-10.255.077
Lưu chuyển tiền	-686.084	-42.342	167.336	96.771	106.059
Tiền cuối năm	2.225.944	2.183.601	2.350.937	2.447.708	2.553.767

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>