

**CTCP Sữa Việt Nam (VNM)**

**Khả quan (Duy trì)**

**HÀNG TIÊU DÙNG**

|                       |                  |
|-----------------------|------------------|
| Giá hiện tại          | VND64.400        |
| Cao/thấp nhất 52 tuần | VND73.446/61.366 |
| Giá mục tiêu          | VND74.800        |
| Giá mục tiêu trước đó | VND82.600        |
| Consensus             | -8,0%            |
| Tiềm năng tăng giá    | 16,3%            |
| Tỷ suất cổ tức        | 5,9%             |
| Tổng tỷ suất sinh lời | 22,2%            |

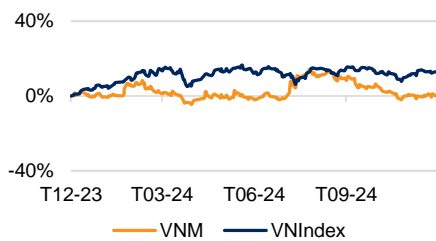
|                    |                          |
|--------------------|--------------------------|
| Triển vọng         | Khả quan                 |
| Định giá           | Khả quan                 |
| Phân tích kỹ thuật | <a href="#">Khả quan</a> |

|                          |       |
|--------------------------|-------|
| Thị giá vốn (tr USD)     | 5.282 |
| GTGDBQ 3 tháng (tr USD)  | 6,4   |
| Sở hữu NN (tr USD)       | 2.553 |
| Số CP lưu hành (tr)      | 2.090 |
| Số CP sau pha loãng (tr) | 2.090 |

|              | VNM   | Ngành | VNI   |
|--------------|-------|-------|-------|
| P/E trượt    | 14,2x | 16,0x | 13,2x |
| P/B hiện tại | 4,3x  | 1,8x  | 1,7x  |
| ROA          | 17,7% | 5,9%  | 2,1%  |
| ROE          | 27,7% | 11,5% | 12,5% |

\* dữ liệu ngày 23/12/2024

**Diễn biến giá**



| Giá cổ phiếu       | 1T    | 3T    | 12T   |
|--------------------|-------|-------|-------|
| VNM                | 4,0%  | 0,1%  | 15,9% |
| Tương quan VNINDEX | 14,8% | 33,8% | 49,5% |

**Cơ cấu sở hữu**

|                               |       |
|-------------------------------|-------|
| SCIC                          | 36,0% |
| F&N Dairy Investment Pte, Ltd | 17,7% |
| Khác                          | 46,3% |

**Tổng quan doanh nghiệp**

Được thành lập từ năm 1976, với gần 50 năm kinh nghiệm, VNM đã tạo dựng được nhận diện thương hiệu vững mạnh với danh mục sản phẩm bao gồm sữa nước, sữa bột, sữa chua, sữa đặc và các loại đồ uống khác. Vinamilk cũng là công ty lớn nhất ngành sữa Việt Nam với hơn khoảng 50% thị phần.

**Chuyên viên phân tích:**



**Hà Thu Hiền**

hien.hathu@vndirect.com.vn

**Vươn xa khỏi thị trường truyền thống**

- Duy trì khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá 16,3%. Chúng tôi giảm giá mục tiêu 9,4% khi giá cổ phiếu giảm 8,1% kể từ báo cáo trước.
- Giá mục tiêu giảm chủ yếu do điều chỉnh giảm dự phóng EPS 2024-25 xuống 3,0%/3,7%.
- Sau đợt điều chỉnh giá gần đây, cổ phiếu đang giao dịch ở mức P/E TTM 14,2x, thấp hơn trung bình ngành là 16,0x và chưa phản ánh hết đà tăng trưởng trong năm 2025.

**Tiêu điểm tài chính**

- DT nội địa công ty mẹ (không bao gồm MCM) giảm 2,6% svck trong Q3/24 do bão Yagi ảnh hưởng đến tâm lý tiêu dùng tại miền Bắc trong T9/2024.
- DT thị trường xuất khẩu tăng 10,2% svck nhờ mở rộng danh mục sản phẩm xuất khẩu và nắm bắt sự thay đổi trong nhu cầu tiêu thụ sữa.
- Biên LN gộp giảm 0,7 điểm % svck, xuống còn 41,2%, ban lãnh đạo cho rằng chủ yếu là do DT nội địa giảm.
- LN ròng giảm 3,6% svck, đạt 2.404 tỷ đồng trong Q3/24, kết thúc chuỗi ba quý liên tiếp có mức tăng trưởng LN hai chữ số.

**Luận điểm đầu tư**

**Phát triển danh mục sản phẩm hỗ trợ doanh thu tăng trưởng**

Chúng tôi dự phóng DT nội địa tăng 4,0% svck trong 2025, nhờ chiến lược marketing và các sản phẩm mới ra mắt. Minh chứng là doanh số sữa chua Probi tăng 30% svck và DT từ sữa thực vật tăng gấp đôi sau khi thay đổi bao bì mới vào T9/24. Với các sản phẩm cải tiến hương vị mới như sữa tươi và sữa chua ít đường, VNM đang bắt kịp sự thay đổi trong khẩu vị của người tiêu dùng, đảm bảo tăng trưởng bền vững tại thị trường nội địa.

**Đa dạng hóa thúc đẩy doanh thu và mở rộng thị trường**

VNM tiếp tục mở rộng thị trường khi ra mắt Vinabeef nhằm tận dụng tiềm năng thị trường tiêu thụ thịt bò tại Việt Nam, đã vượt qua thịt lợn với mức tăng trưởng hàng năm 13%. Công ty kỳ vọng dự án sẽ mang lại DT 1.000 tỷ đồng trong năm 2025, với tốc độ tăng trưởng CAGR đạt 31,6% trong 2025-29.

**Biên LN gộp ổn định trong bối cảnh áp lực chi phí gia tăng**

Chúng tôi dự phóng biên LN gộp của VNM duy trì ổn định ở mức 42,1% trong 2025, bất chấp việc giá bột sữa nguyên liệu đã tăng 11,6% svck trong 2024 và có thể tiếp tục tăng trong năm 2025. Để đối phó với áp lực chi phí, VNM dự định điều chỉnh tăng giá bán, sau hai năm giữ nguyên. Chiến lược giá này, kết hợp với các biện pháp như cải thiện năng suất chăn nuôi, sẽ giúp bù đắp chi phí nguyên liệu tăng cao và duy trì khả năng sinh lời của công ty.

**Thị trường quốc tế hỗ trợ đà tăng trưởng dài hạn**

Các thị trường xuất khẩu duy trì mức tăng trưởng doanh thu 10,2% svck trong Q3/24, nhờ mở rộng danh mục sản phẩm xuất khẩu và nắm bắt sự thay đổi trong nhu cầu tiêu thụ sữa. Trong khi các thị trường Trung Đông, Trung Quốc, Nhật Bản và Hàn Quốc ghi nhận hiệu quả vượt trội, VNM vẫn tiếp tục tìm kiếm cơ hội tại các thị trường mới ở Nam Mỹ. Doanh thu từ các công ty con ở nước ngoài cũng tăng 8,5% svck, nhờ việc ra mắt sản phẩm sữa chua uống tại Campuchia và thâm nhập vào kênh HORECA.

|                      | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| Tăng trưởng DT thuần | 0,7%  | 4,9%  | 4,8%  | 4,8%  |
| Tăng trưởng EPS      | 4,2%  | 10,4% | 4,8%  | 3,7%  |
| Biên lợi nhuận gộp   | 40,7% | 41,9% | 42,1% | 42,1% |
| Biên LN ròng         | 14,9% | 15,7% | 15,7% | 15,5% |
| P/E (x)              | 17,0  | 15,4  | 14,7  | 14,2  |
| Rolling P/B (x)      | 3,8   | 3,7   | 3,6   | 3,4   |
| ROAE                 | 25,3% | 27,1% | 27,2% | 26,8% |
| Nợ ròng trên VCSH    | 15,8% | 14,2% | 14,5% | 12,1% |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập từ năm 1976, với gần 50 năm kinh nghiệm, VNM đã tạo dựng được nhận diện thương hiệu vững mạnh với danh mục sản phẩm bao gồm sữa nước, sữa bột, sữa chua, sữa đặc và các loại đồ uống khác

- *Đội ngũ ban lãnh đạo giàu kinh nghiệm: Trung bình ban lãnh đạo của VNM có 22 năm làm việc tại công ty, trong đó, bà Mai Kiều Liên – Tổng giám đốc công ty đã có 48 năm kinh nghiệm làm việc tại công ty.*
- *VNM sở hữu chuỗi giá trị bền vững từ nguồn nguyên liệu (với 15 trang trại và 140,000 con bò) tới khâu sản xuất và phân phối. So với các doanh nghiệp cùng ngành, công ty có năng lực sản xuất lớn nhất (16 nhà máy) và hệ thống phân phối rộng nhất (200,000 điểm bán hàng và 200 nhà phân phối độc quyền).*
- *Vinamilk là công ty lớn nhất ngành sữa Việt Nam với khoảng 50% thị phần. Công ty sở hữu danh mục sản phẩm phong phú với 250 dòng sản phẩm đáp ứng hầu hết nhu cầu về sữa ở mọi lứa tuổi.*
- *Trong 2023, doanh thu từ thị trường nội địa đóng góp 83,7% vào tổng doanh thu của VNM. Tính theo các danh mục ngành hàng, sữa nước đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong tổng doanh thu, theo sau là sữa chua và sữa bột.*

Hình 1: VNM có danh mục sản phẩm đa dạng với hơn 250 sản phẩm trong nhiều phân khúc giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Tóm tắt KQKD: Lợi nhuận ròng mất đà tăng

Hình 2: Tổng quan KQKD Q3/24

| Tỷ đồng                      | Q3/24  | % svck   | 9T24   | %svck   | Dự phóng 2024 | 9T24/2024 | 9T23/2023 |
|------------------------------|--------|----------|--------|---------|---------------|-----------|-----------|
| Doanh thu                    | 15.537 | -0,6%    | 46.306 | 3,5%    | 63.816        | 74,1%     | 72,6%     |
| Nội địa                      | 12.929 | -2,4%    | 37.957 | 1,1%    | 52.657        | 74,1%     | 72,1%     |
| Nước ngoài                   | 2.609  | 9,4%     | 8.349  | 15,7%   | 11.159        | 74,0%     | 74,8%     |
| - Xuất khẩu                  | 1.374  | 10,2%    | 4.411  | 17,9%   | 5.903         | 74,3%     | 74,7%     |
| - Công ty con tại nước ngoài | 1.234  | 8,5%     | 3.937  | 13,2%   | 5.256         | 73,8%     | 74,9%     |
| Lợi nhuận gộp                | 6.401  | -2,3%    | 19.380 | 7,1%    | 27.013        | 73,8%     | 71,7%     |
| Chi phí BH&QLDN              | 3.758  | -1,5%    | 11.279 | 4,7%    | 15.627        | 72,9%     | 72,2%     |
| Lợi nhuận tài chính          | 333    | -11,0%   | 903    | 0,0%    | 1.064         | 74,5%     | 84,9%     |
| Lợi nhuận trước thuế         | 2.942  | -4,4%    | 8.956  | 10,4%   | 12.425        | 74,0%     | 72,1%     |
| Lợi nhuận ròng               | 2.404  | -3,6%    | 7.269  | 11,0%   | 10.103        | 73,8%     | 71,9%     |
| Biên LN gộp                  | 41,2%  | -0,7 đ % | 41,9%  | 1,4 đ % | 42,3%         | -0,2 đ %  | -0,5 đ %  |
| Biên LN ròng                 | 15,5%  | -0,5 đ % | 15,7%  | 1,1 đ % | 15,8%         | -0,1 đ %  | -0,1 đ %  |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Doanh thu nội địa bị ảnh hưởng từ bão Yagi

DT nội địa công ty mẹ (không bao gồm MCM) giảm 2,6% svck trong 3Q/24 do ảnh hưởng của bão Yagi đến tâm lý tiêu dùng tại miền Bắc, dẫn đến nhu cầu yếu hơn trong T9/2024. Đây là khu vực có mức tăng trưởng DT mạnh nhất trong các quý trước. Tuy nhiên, ban quản lý kỳ vọng DT nội địa sẽ cải thiện 4% svck trong Q4/24 nhờ các sản phẩm mới được ra mắt trong Q3/24.

VNM có một quý sôi động với hàng loạt cải tiến ở cả khía cạnh bao bì theo bộ nhận diện thương hiệu mới và sản phẩm mới. Cụ thể, VNM đã ra mắt các sản phẩm mới bao gồm sữa tươi 100% vị dứa và các sản phẩm sữa chua ít đường cao cấp với các hương vị việt quất, lựu và nha đam. Công ty cũng đã thay bao bì cho các dòng sản phẩm sữa thực vật, kem và nước giải khát.

### Doanh thu thị trường nước ngoài duy trì đà tăng

Thị trường xuất khẩu vẫn duy trì mức tăng trưởng DT hai chữ số - 10,2% svck nhờ mở rộng danh mục sản phẩm xuất khẩu và nắm bắt sự thay đổi trong nhu cầu tiêu thụ sữa. Ban lãnh đạo cho biết một số thị trường tăng trưởng tích cực bao gồm Trung Đông, Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc. Công ty cũng đang tích cực phát triển một số thị trường tiềm năng tại Mỹ.

DT từ các công ty con ở nước ngoài tăng 8,5% svck nhờ 1) ra mắt sản phẩm sữa chua uống tại thị trường Campuchia và 2) tiếp tục thâm nhập sâu vào kênh HORECA tại thị trường Mỹ.

### Biên lợi nhuận gộp thu hẹp, dẫn đến tăng trưởng lợi nhuận âm.

Biên LN gộp giảm 0,7 điểm % svck, xuống còn 41,2%, ban lãnh đạo cho rằng chủ yếu là do DT nội địa giảm. Do đó, LN gộp giảm 2,3% svck, đạt 6.401 tỷ đồng trong Q3/24. Công ty đã chốt giá nguyên liệu sản xuất đến Q1/25. Theo ban lãnh đạo, giá bột sữa nguyên liệu sẽ tăng vào năm 2025, do đó công ty có thể tăng giá bán vào năm 2025.

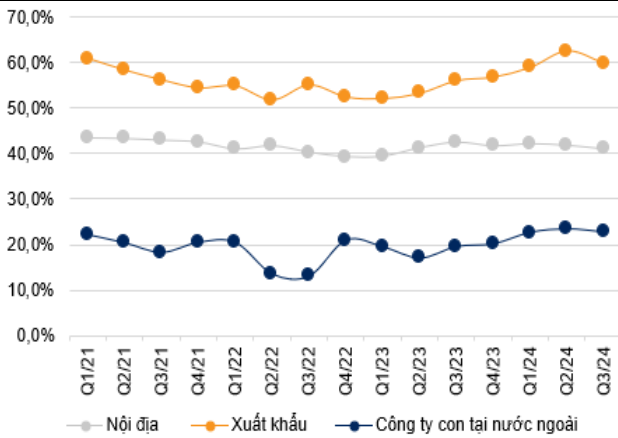
Trong khi đó, chi phí BH&QLDN giảm 1,5% svck, chủ yếu nhờ chi phí quảng cáo giảm 28,2% svck, mặc dù quý 3 có nhiều ra mắt sản phẩm. Tỷ lệ BH&QLDN/doanh thu giảm 0,2 điểm % svck, cho thấy nỗ lực của ban quản lý trong việc kiểm soát chi phí. Do đó, LN ròng giảm 3,6% svck, đạt 2.404 tỷ đồng trong Q3/24, kết thúc chuỗi ba quý liên tiếp có mức tăng trưởng LN hai chữ số.

Hình 3: Bảng cân đối kế toán Q3/24

| Tỷ đồng                 | Q3/23  | Q4/23  | Q1/24  | Q2/24  | Q3/24  |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Tiền mặt                | 6.876  | 2.912  | 1.788  | 1.199  | 2.616  |
| Số ngày phải thu        | 26     | 27     | 30     | 26     | 28     |
| Số ngày tồn kho         | 60     | 58     | 71     | 62     | 62     |
| Số ngày phải trả        | 35     | 36     | 41     | 35     | 36     |
| Chi phí tài sản cố định | (191)  | (520)  | -378   | (590)  | (392)  |
| Khấu hao                | 492    | 763    | 505    | 524    | 564    |
| Tài sản cố định         | 12.056 | 12.690 | 12.472 | 12.296 | 11.854 |
| Nợ/vốn chủ sở hữu       | 0,2    | 0,2    | 0,2    | 0,2    | 0,2    |

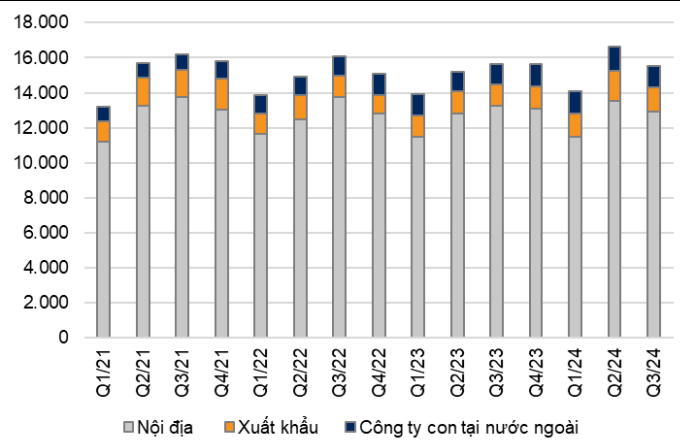
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 4: Biên LN gộp của VNM theo từng mảng (đv: %)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 5: Doanh thu các quý của VNM theo từng mảng (đv: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Triển vọng 2024-25: Đà tăng trưởng lợi nhuận chậm lại trong 2025

### Thay đổi dự phóng giai đoạn 2024-25

Hình 6: Điều chỉnh dự phóng giai đoạn 2024-25

| Tỷ đồng                              | 2023          | Cũ            |               | Mới           |               |               |             | Chú thích  |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|--|
|                                      |               | 2024          | 2025          | 2024          | svck          | 2025          | svck        |  |
| <b>Doanh thu</b>                     | <b>60.369</b> | <b>63.816</b> | <b>67.381</b> | <b>63.305</b> | <b>4,9%</b>   | <b>66.312</b> | <b>4,8%</b> |  |
| Nội địa                              | 50.617        | 52.657        | 55.321        | 52.145        | 3,0%          | 54.252        | 4,0%        |  |
| Nước ngoài                           | 9.752         | 11.159        | 12.060        | 11.159        | 14,4%         | 12.060        | 8,1%        |  |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                 | <b>24.545</b> | <b>27.013</b> | <b>28.686</b> | <b>26.516</b> | <b>8,0%</b>   | <b>27.948</b> | <b>5,4%</b> |  |
| Biên LNG                             | 40,7%         | 42,3%         | 42,6%         | 41,9%         | 1,2đ %        | 42,1%         | 0,3đ %      | Chúng tôi hạ dự phóng biên lợi nhuận gộp trong 2024-25 xuống 0,4 điểm %/0,4 điểm % so với báo cáo trước đó nhằm phản ánh lợi nhuận gộp giảm trong Q3/24. |
| <b>Chi phí bán hàng và QLDN</b>      | <b>14.774</b> | <b>15.627</b> | <b>16.567</b> | <b>15.501</b> | <b>4,9%</b>   | <b>16.304</b> | <b>5,2%</b> |  |
| % chi phí BH & QLDN so với doanh thu | 24,5%         | 24,5%         | 24,6%         | 24,5%         | 0,0đ %        | 24,6%         | 0,0đ %      |  |
| <b>Chi phí tài chính</b>             | <b>503</b>    | <b>430</b>    | <b>453</b>    | <b>428</b>    | <b>-15,0%</b> | <b>447</b>    | <b>4,6%</b> |  |
| Chi phí lãi vay                      | 354           | 322           | 340           | 321           | -9,5%         | 336           | 4,8%        |  |
| Lỗ tỷ giá                            | 111           | 70            | 74            | 70            | -37,3%        | 73            | 4,8%        |  |
| <b>EBIT</b>                          | <b>9.771</b>  | <b>11.387</b> | <b>12.120</b> | <b>11.015</b> | <b>12,7%</b>  | <b>11.644</b> | <b>5,7%</b> |  |
| Biên EBIT                            | 16,2%         | 17,8%         | 18,0%         | 17,4%         | 1,2đ %        | 17,6%         | 0,2đ %      |  |
| <b>LN trước thuế (LNTT)</b>          | <b>10.968</b> | <b>12.425</b> | <b>13.117</b> | <b>12.048</b> | <b>9,8%</b>   | <b>12.629</b> | <b>4,8%</b> |  |
| Biên LNTT                            | 18,2%         | 19,5%         | 19,5%         | 19,0%         | 0,9đ %        | 19,0%         | 0,0đ %      |  |
| <b>LN ròng (LNR)</b>                 | <b>8.874</b>  | <b>10.103</b> | <b>10.666</b> | <b>9.797</b>  | <b>10,4%</b>  | <b>10.269</b> | <b>4,8%</b> |  |
| Biên LN ròng                         | 14,7%         | 15,8%         | 15,8%         | 15,5%         | 0,8đ %        | 15,5%         | 0,0đ %      |  |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Tổ hợp nhà máy Vinabeef đi vào hoạt động

Trong T12//2024, Nhà máy chế biến thịt bò Vinabeef tại Tam Đảo, tỉnh Vĩnh Phúc đã chính thức đi vào hoạt động. Đây là dự án liên doanh giữa Tổng Công ty Chăn nuôi Việt Nam (Vilico) - công ty con của Vinamilk hợp tác đầu tư với Tập đoàn Sojitz (Nhật Bản), được thành lập hồi tháng 9/2021. Trong đó, Vilico nắm giữ 51% vốn của liên doanh, 49% vốn còn lại thuộc về đối tác nước ngoài. Dự án bao gồm nhà máy chế biến công suất 10.000 tấn/năm được đưa vào chạy thương mại trong tháng 12/2024 và trang trại 10.000 con bò gần nhà máy dự kiến đưa vào hoạt động trong tháng 3/2025 với tổng vốn đầu tư 500 triệu USD.

Trong buổi gặp mặt nhà đầu tư trong 3Q24, ban lãnh đạo chia sẻ thị trường thịt bò Việt Nam vẫn còn tiềm năng với sức tiêu thụ thịt bò tại Việt Nam tăng trưởng hơn 13% trong những năm gần đây, gấp đôi so với mức tăng trưởng của thịt heo. Theo Fitch Solution, Việt Nam dự kiến cần hơn 420.000 tấn thịt bò đến năm 2026, trong khi sản lượng thịt trong nước có thể đáp ứng ước tính chỉ hơn 270.000 tấn.

Công ty kỳ vọng dự án mang lại doanh thu 1.000 tỷ đồng trong 2025 với tăng trưởng CAGR là 31,6% trong 2025-29. Trong tháng 10, sản phẩm thịt bò Vinabeef đã được bày bán thử tại siêu thị Aeon và nhận được phản ứng tích cực từ khách hàng nhờ chất lượng sản phẩm tốt trong khi có mức giá cạnh tranh (thấp hơn 15% so với các sản phẩm khác).

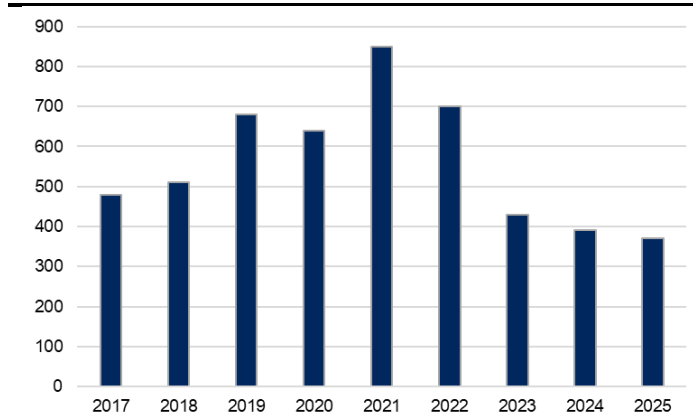
### Biên LN gộp ổn định trong bối cảnh áp lực giá nguyên vật liệu tăng

Sau khi dao động ở mức thấp từ đầu năm, giá bột sữa nguyên kem đã bắt đầu tăng trở lại từ tháng 8/2024. Trung bình, giá bột sữa nguyên kem trong năm 2024 đã tăng 11,6% svck và có thể tiếp tục tăng nhẹ trong 2025, theo dự báo của Rabobank do 1) sản lượng sữa của New Zealand được hấp thụ bởi các thị trường khác trên thế giới, 2) nhu cầu đối với các sản phẩm sữa tại Trung Quốc phục hồi và 3) các khu vực sản xuất sữa chính khác gặp khó khăn trong sản xuất, đặc biệt vào cuối mùa vụ.

Chúng tôi cho rằng triển vọng giá bột sữa nguyên liệu trung bình tăng trong 2025 có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của VNM mặc dù công ty đã mua bột sữa nhập khẩu cho sản xuất trong Q1/25 với mức giá thấp hơn năm trước. Tuy nhiên, ban lãnh đạo cũng chia sẻ đã có hoạch tăng giá nhẹ giá bán bình quân trong năm 2025 để bù đắp cho phần chi phí nguyên liệu tăng. Trong hai năm gần đây, VNM chưa tăng giá bán sản phẩm nhằm đồng hành cùng người tiêu dùng trong bối cảnh tiêu thụ yếu, do đó chúng tôi cho rằng công ty còn dự địa tăng giá sản phẩm trong năm 2025.

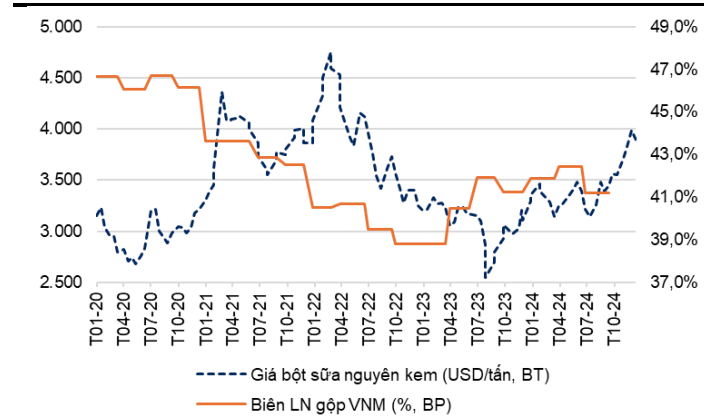
Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp duy trì ổn định (+0,3 điểm % svck) trong 2025 đạt 42.1%. Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của VNM sẽ khó quay trở lại mức 46%-47% trong giai đoạn 2016-20 do một số nguyên vật liệu đầu vào đã thiết lập mặt bằng giá mới như giá đường hoặc giá sữa tươi nguyên liệu từ hộ nông dân. Doanh nghiệp cũng chia sẻ biện pháp ổn định chi phí nguyên liệu trong thời gian tới bao gồm việc nâng cao năng suất cho đàn bò tại các trang trại liên kết với hộ nông dân và vẫn nhập khẩu bột sữa nguyên liệu trên thế giới.

**Hình 7: Sản lượng bột sữa nguyên kem nhập khẩu của Trung Quốc dự báo đi ngang trong năm 2025 (đơn vị: tấn)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, USDA

**Hình 8: Xu hướng giá bột sữa nguyên kem toàn cầu và biên LN gộp của VNM từ T1/20 đến T12/24**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

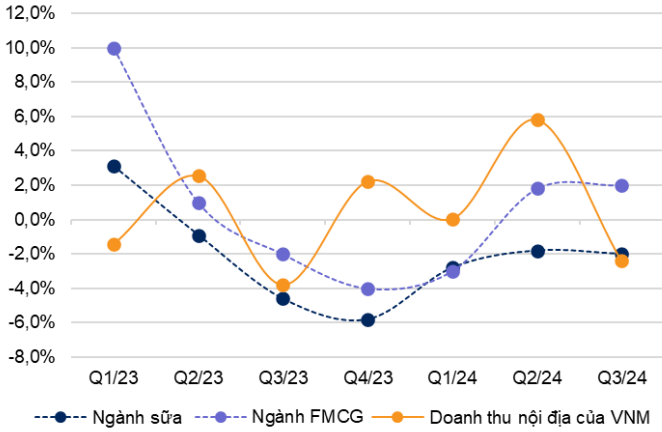
### **Đà tăng trưởng lợi nhuận chậm lại trong 2025**

Chúng tôi dự phóng DT tăng 4,8% svck trong năm 2025 nhờ:

- Trong buổi gặp mặt với các nhà đầu tư, ban lãnh đạo chia sẻ tăng trưởng doanh thu của VNM trong vòng 5 năm tới phụ thuộc vào việc không ngừng ra mắt các sản phẩm mới và nâng cấp các sản phẩm có sẵn nhằm phù hợp với từng thay đổi về thị hiếu của người tiêu dùng. Các chiến dịch marketing mới của VNM bao gồm thay đổi nhận diện thương hiệu và đẩy mạnh hoạt động truyền thông, quảng cáo đã mang lại hiệu quả về doanh thu với nhiều sản phẩm mang lại kết quả tích cực. Trong tháng 9 2024, doanh thu dòng sản phẩm sữa chua uống Probi tăng trưởng gần 30% so với cùng kỳ sau ba tháng ra mắt bao bì mới. Với dòng sữa hạt, doanh thu tháng 9 tăng gấp đôi so với cùng kỳ và vươn lên vị trí dẫn đầu thị trường ngành sữa hạt về thị phần (không bao gồm sữa đậu nành). Trong Q3/24, VNM đã ra mắt sữa tươi 100% vị dứa và các loại sữa chua ít đường với hương việt quất, lựu và nha đam. Công ty cũng hoàn tất chiến lược tái định vị cho dòng sản phẩm sữa bột trong T12/2024.
- Trong khi đó, chúng tôi dự phóng DT từ thị trường quốc tế tăng 8,1% svck trong năm 2025, với mức tăng trưởng 7,1% từ các thị trường xuất khẩu và 9,2% từ các công ty con ở nước ngoài. Ngoài mức tăng trưởng ổn định 4,4%/năm tại thị trường Trung Đông trong giai đoạn 2024-2029,

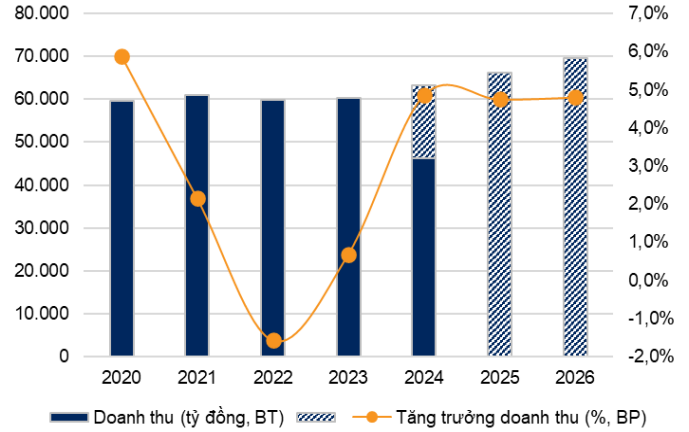
các thị trường xuất khẩu của VNM đang ngày càng đa dạng hơn với sự thâm nhập sâu hơn vào thị trường Hàn Quốc, Trung Quốc và Nhật Bản thông qua các sản phẩm sữa đặc và sữa chua. Trong Q3/24, VNM cũng đã giới thiệu sản phẩm sữa đặc đến Nam Mỹ và Chile, nơi sữa đặc được sử dụng rộng rãi như một nguyên liệu trong ẩm thực.

**Hình 9: Tăng trưởng DT của VNM so với ngành sữa và tăng trưởng giá trị ngành FMCG (đơn vị: %):**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, NEILSEN

**Hình 10: Chúng tôi dự phóng DT tăng 4,8% svck trong 2025**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi dự phóng LN ròng của VNM tăng 4,8% svck trong năm 2025 nhờ:

- DT thuần tăng 4,8% svck với sự tăng trưởng DT cả ở thị trường nội địa và quốc tế.
- Biên LN gộp duy trì ổn định ở mức 42,1% (+0,3 điểm % svck).
- Chúng tôi dự phóng công ty vẫn kiểm soát chi phí tốt, với tỷ lệ chi phí BH&QLDN/doanh thu duy trì ổn định ở mức 24,6% trong 2025, giúp hỗ trợ tăng trưởng LN ổn định.

## Định giá: Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 74.800đ/cổ phiếu

Định giá của chúng tôi dựa trên sự kết hợp cân đối giữa phương pháp DCF và P/E với tỷ trọng bằng nhau. Chúng tôi đã điều chỉnh giảm giá mục tiêu 9,4% do:

- Chúng tôi giảm dự phóng EPS 2024-25 xuống 3,0%/3,7% so với dự phóng trước đó và 2) tăng giả định WACC từ 9,20% lên 9,21% do chúng tôi điều chỉnh lãi suất phi rủi ro từ 2,78% xuống 2,63% (dựa trên lãi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm tính đến ngày 30/9/2024) trong khi điều chỉnh tỷ trọng nợ trong cấu trúc vốn. Chúng tôi áp dụng phần bù rủi ro 7,78% dựa trên cập nhật [Damodaran](#) trong T7/24.

**Tiềm năng tăng giá bao gồm:** 1) nhu cầu tiêu thụ sữa trong nước cao hơn dự kiến; và 2) nhu cầu cao hơn dự kiến ở thị trường Trung Đông.

**Rủi ro giảm giá bao gồm:** 1) giá bột sữa nguyên kem cao hơn dự kiến; và 2) nhu cầu sữa trong nước yếu hơn dự kiến.

Hình 11: Tóm tắt định giá

| Phương pháp                    | Giá    | Tỷ trọng | Giá theo tỷ trọng |
|--------------------------------|--------|----------|-------------------|
| FCFF                           | 79.517 | 50%      | 39.759            |
| P/E                            | 70.094 | 50%      | 35.047            |
| Giá trung bình (đồng)          |        |          | 74.806            |
| P/E 2024                       |        |          | 17,1              |
| <b>Giá mục tiêu (Làm tròn)</b> |        |          | <b>74.800</b>     |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Định giá P/E

|  |               |
|--|---------------|
| <b>Lợi nhuận sau thuế để tính EPS năm 2023 (tỷ đồng)</b> | <b>10.269</b> |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)               | 2.090         |
| EPS pha loãng 2023 (đồng)                                | 4.381         |
| P/E mục tiêu   | 16,0          |
| <b>Định giá 2023 (đồng)</b>                              | <b>70.094</b> |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Giả định

| Chi phí sử dụng vốn       |       |
|---------------------------|-------|
| Beta                      | 1,0   |
| Phần bù rủi ro thị trường | 7,8%  |
| Lãi suất phi rủi ro       | 2,6%  |
| Chi phí vốn CSH           | 10,3% |
| Chi phí sử dụng nợ        | 4,0%  |
| Thuế DN                   | 20,0% |
| WACC                      | 9,2%  |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Định giá

| Phương pháp DCF                       | Giá trị        | Đơn vị         |
|---------------------------------------|----------------|----------------|
| Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do  | 74.264         | tỷ đồng        |
| Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình | 77.310         | tỷ đồng        |
| <b>Giá trị doanh nghiệp</b>           | <b>151.574</b> | <b>tỷ đồng</b> |
| Tiền và tương đương tiền              | 23.049         | tỷ đồng        |
| Tổng nợ                               | (8.456)        | tỷ đồng        |
| Giá trị vốn CSH                       | 166.167        | tỷ đồng        |
| SL cổ phiếu                           | 2.090          | triệu          |
| <b>Giá cổ phiếu</b>                   | <b>79.517</b>  | <b>đồng/cp</b> |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (đv: tỷ đồng)

|   | 4Q24    | 2025    | 2026    | 2027    | 2028    | 2029    | 2030    | 2031    | 2032    |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EBIT  | 2.914   | 11.644  | 12.190  | 12.701  | 13.238  | 13.776  | 14.340  | 14.930  | 15.548  |
| Khấu hao                                      | 276     | 1.882   | 1.898   | 1.916   | 1.935   | 1.957   | 1.980   | 2.005   | 2.033   |
| Đầu tư tài sản cố định                        | (286)   | (1.724) | (1.807) | (1.891) | (1.980) | (2.072) | (2.168) | (2.270) | (2.376) |
| Thay đổi vốn lưu động                         | (77)    | (1.054) | (245)   | (249)   | (262)   | (272)   | (286)   | (300)   | (315)   |
| Dòng tiền tự do                               | 2.827   | 10.748  | 12.036  | 12.476  | 12.932  | 13.389  | 13.866  | 14.366  | 14.890  |
| Chi phí thuế                                  | (3.364) | (2.244) | (2.327) | (2.451) | (2.560) | (2.667) | (2.779) | (2.897) | (3.020) |
| Dòng tiền tự do doanh nghiệp                  | (538)   | 8.505   | 9.710   | 10.025  | 10.372  | 10.722  | 11.087  | 11.469  | 11.870  |
| Giá trị năm cuối mô hình                      |         |         |         |         |         |         |         |         | 159.899 |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do          | (526)   | 7.618   | 7.964   | 7.529   | 7.133   | 6.752   | 6.393   | 6.056   | 5.739   |
| Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình |         |         |         |         |         |         |         |         | 77.310  |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY



Hình 16: So sánh với các DN khác trong ngành (dữ liệu ngày 23/12/2024)

| Công ty                        | Quốc gia        | Vốn hóa<br>tr USD | Doanh thu<br>trượt 12T<br>tr USD | LN ròng<br>svck<br>% | LN ròng<br>trượt 12T<br>tr USD | svck<br>%   | D/E<br>x    | ROE<br>%    | P/E trượt<br>12T<br>x | P/E điều<br>chỉnh<br>x | P/B<br>x   |
|--------------------------------|-----------------|-------------------|----------------------------------|----------------------|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-----------------------|------------------------|------------|
| Bright Dairy & Food Co Ltd     | Trung quốc      | 1.651             | 3.365                            | -11,9                | 47,9                           | 142,5       | 41,0        | 9,0         | 15,2                  | 13,4                   | 1,4        |
| China Mengniu Dairy Co Ltd     | Trung quốc      | 9.020             | 12.761                           | -4,0                 | 604                            | -7,4        | 81,3        | 9,8         | 15,5                  | 13,7                   | 1,5        |
| Inner Mongolia Yili Industrial | Trung quốc      | 25.815            | 16.400                           | -7,0                 | 1640                           | 10,9        | 103,5       | 22,0        | 18,8                  | 16,6                   | 3,4        |
| MEIJI Holdings Co Ltd          | Nhật Bản        | 5.659             | 7.514                            | 3,5                  | 352                            | -22,4       | 10,0        | 6,7         | 20,1                  | 20,2                   | 1,2        |
| MocChau Dairy Cattle Breeding  | Việt Nam        | 151               | 117                              | N/a                  | 9                              | N/a         | 4,0         | 10,0        | 16,2                  | 16,2                   | 1,6        |
| Hanoimilk JSC                  | Việt Nam        | 17                | 29                               | 44,3                 | 1                              | -12,2       | 17,8        | 10,9        | 15,9                  | 15,9                   | 1,0        |
| Trung bình                     |                 |                   | 8.280                            | (2,0)                | 551                            | 24,3        | 49,2        | 12,9        | 20,4                  | 20,4                   | 2,4        |
| <b>CTCP Sữa Việt Nam</b>       | <b>Việt Nam</b> | <b>5.289</b>      | <b>2.495</b>                     | <b>3,5</b>           | <b>389</b>                     | <b>14,4</b> | <b>24,0</b> | <b>27,7</b> | <b>14,2</b>           | <b>14,2</b>            | <b>4,3</b> |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 17: Phân tích độ nhạy của định giá

| Tăng trưởng dài hạn |             | Chi phí vốn   |               |               |               |               |               |               |
|---------------------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                     |             | 8,8%          | 9,3%          | 9,8%          | <b>10,3%</b>  | 10,8%         | 11,3%         | 11,8%         |
|                     | 1,1%        | 78.900        | 76.800        | 75.000        | 73.300        | 71.800        | 70.400        | 69.200        |
|                     | 1,4%        | 79.600        | 77.400        | 75.500        | 73.800        | 72.200        | 70.800        | 69.500        |
|                     | 1,7%        | 80.400        | 78.100        | 76.000        | 74.200        | 72.600        | 71.100        | 69.800        |
|                     | <b>2,0%</b> | <b>81.200</b> | <b>78.800</b> | <b>76.600</b> | <b>74.800</b> | <b>73.000</b> | <b>71.500</b> | <b>70.100</b> |
|                     | 2,3%        | 82.200        | 79.600        | 77.300        | 75.300        | 73.500        | 71.800        | 70.400        |
|                     | 2,6%        | 83.200        | 80.400        | 78.000        | 75.800        | 73.900        | 72.300        | 70.800        |
|                     | 2,9%        | 84.300        | 81.300        | 78.700        | 76.500        | 74.500        | 72.700        | 71.100        |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Báo cáo kết quả kinh doanh

| (Tỷ VND)                              | 2019A         | 2020A         | 2021A         | 2022A         | 2023A         | 2024E         | 2025F         |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Doanh thu thuần                       | 56.318        | 59.636        | 60.919        | 59.956        | 60.369        | 63.305        | 66.312        |
| Nội địa                               | 47.555        | 50.842        | 51.202        | 50.701        | 50.617        | 52.145        | 54.252        |
| Xuất khẩu                             | 5.175         | 5.561         | 6.128         | 4.832         | 5.038         | 5.903         | 6.322         |
| Công ty con tại nước ngoài            | 3.588         | 3.234         | 3.589         | 4.423         | 4.713         | 5.256         | 5.738         |
| Giá vốn hàng bán                      | (29.746)      | (31.968)      | (34.641)      | (36.059)      | (35.824)      | (36.789)      | (38.364)      |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                  | <b>26.572</b> | <b>27.669</b> | <b>26.278</b> | <b>23.897</b> | <b>24.545</b> | <b>26.516</b> | <b>27.948</b> |
| Chi phí quản lý DN                    | (1.396)       | (1.958)       | (1.567)       | (1.596)       | (1.756)       | (1.773)       | (1.857)       |
| Chi phí bán hàng                      | (12.993)      | (13.447)      | (12.951)      | (12.548)      | (13.018)      | (13.729)      | (14.447)      |
| LN hoạt động                          | 12.182        | 12.263        | 11.760        | 9.753         | 9.771         | 11.015        | 11.644        |
| EBITDA thuần                          | 14.198        | 15.080        | 14.127        | 11.370        | 11.795        | 13.128        | 13.772        |
| Chi phí khấu hao                      | 68            | 608           | 246           | 0             | 246           | 246           | 246           |
| <b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b> | <b>12.182</b> | <b>12.263</b> | <b>11.760</b> | <b>9.753</b>  | <b>9.771</b>  | <b>11.015</b> | <b>11.644</b> |
| Thu nhập tài chính                    | 724           | 1.149         | 1.103         | 1.199         | 1.540         | 1.390         | 1.349         |
| Chi phí tài chính                     | (187)         | (309)         | (202)         | (618)         | (503)         | (428)         | (447)         |
| Thu nhập ròng khác                    | (1)           | (21)          | 195           | 4             | 64            | (2)           | (2)           |
| Thu nhập từ các công ty LDLK          | (6)           | 4             | (45)          | (24)          | (81)          | (24)          | (24)          |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>           | <b>12.796</b> | <b>13.519</b> | <b>12.922</b> | <b>10.496</b> | <b>10.968</b> | <b>12.048</b> | <b>12.629</b> |
| Chi phí thuế                          | (2.241)       | (2.283)       | (2.290)       | (1.918)       | (1.949)       | (2.140)       | (2.244)       |
| <b>Lợi nhuận ròng</b>                 | <b>10.581</b> | <b>11.099</b> | <b>10.532</b> | <b>8.516</b>  | <b>8.874</b>  | <b>9.797</b>  | <b>10.269</b> |

## Bảng cân đối kế toán

| (Tỷ VND)                     | 12-19A        | 12-20A        | 12-21A        | 12-22A        | 12-23A        | 12-24E        | 12-25F        |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền & Tương đương tiền      | 2.665         | 2.111         | 2.349         | 2.300         | 2.912         | 3.071         | 3.081         |
| Đầu tư tài chính ngắn hạn    | 12.436        | 17.314        | 21.026        | 17.414        | 20.137        | 21.117        | 22.120        |
| Các khoản phải thu ngắn hạn  | 3.474         | 4.174         | 4.368         | 4.634         | 4.808         | 5.042         | 5.945         |
| Hàng tồn kho                 | 4.983         | 4.905         | 6.773         | 5.538         | 6.128         | 6.426         | 6.731         |
| Tài sản ngắn hạn khác        | 134           | 148           | 141           | 208           | 229           | 238           | 250           |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b> | <b>24.742</b> | <b>29.686</b> | <b>36.110</b> | <b>31.560</b> | <b>35.936</b> | <b>37.700</b> | <b>40.018</b> |
| Tài sản cố định              | 13.744        | 12.717        | 11.620        | 10.860        | 11.689        | 10.044        | 8.413         |
| Tổng tài sản đầu tư          | 987           | 973           | 740           | 746           | 771           | 771           | 771           |
| Tài sản dài hạn khác         | 705           | 738           | 752           | 808           | 886           | 948           | 993           |
| <b>Tổng tài sản</b>          | <b>44.700</b> | <b>48.432</b> | <b>53.311</b> | <b>48.448</b> | <b>52.597</b> | <b>52.829</b> | <b>53.616</b> |
|                              | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -             |
| Nợ vay ngắn hạn              | 5.351         | 7.316         | 9.382         | 4.867         | 8.218         | 8.617         | 9.027         |
| Phải trả người bán ngắn hạn  | 3.648         | 3.199         | 4.214         | 4.284         | 3.806         | 3.801         | 3.783         |
| Phải trả ngắn hạn khác       | 3.220         | 1.396         | 1.284         | 4.087         | 2.751         | 2.568         | 2.690         |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>      | <b>14.443</b> | <b>14.213</b> | <b>17.068</b> | <b>15.308</b> | <b>17.139</b> | <b>17.845</b> | <b>18.494</b> |
| Nợ vay dài hạn               | 123           | 167           | 76            | 66            | 238           | 79            | 82            |
| Phải trả dài hạn khác        | 403           | 405           | 338           | 292           | 270           | 288           | 302           |
| Vốn góp của chủ sở hữu       | 17.417        | 20.900        | 20.900        | 20.900        | 20.900        | 20.900        | 20.900        |
| Lợi nhuận giữ lại            | 7.875         | 6.910         | 7.594         | 3.353         | 3.926         | 4.613         | 5.722         |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>        | <b>29.731</b> | <b>33.647</b> | <b>35.850</b> | <b>32.817</b> | <b>35.026</b> | <b>36.173</b> | <b>37.788</b> |
| Lợi ích cổ đông thiểu số     | 2.227         | 2.350         | 2.767         | 2.967         | 3.329         | 3.491         | 3.657         |
| <b>Tổng nợ và VCSH</b>       | <b>44.700</b> | <b>48.432</b> | <b>53.332</b> | <b>48.483</b> | <b>52.673</b> | <b>54.385</b> | <b>56.666</b> |

## Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

| (Tỷ VND)                                   | 2019A          | 2020A          | 2021A          | 2022A           | 2023A          | 2024E          | 2025F          |
|--|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>                | <b>12.796</b>  | <b>13.519</b>  | <b>12.922</b>  | <b>10.496</b>   | <b>10.968</b>  | <b>12.048</b>  | <b>12.629</b>  |
| Khấu hao                                   | 2.016          | 2.817          | 2.367          | 2.095           | 2.546          | 1.804          | 1.817          |
| Thuế đã nộp                                | (2.034)        | (2.286)        | (2.357)        | (1.975)         | (1.564)        | (2.140)        | (2.244)        |
| Các khoản điều chỉnh khác                  | (573)          | (715)          | (927)          | (567)           | (273)          | (1.125)        | (1.166)        |
| Thay đổi vốn lưu động                      | (808)          | (2.624)        | (2.563)        | (1.101)         | (2.808)        | (309)          | (1.054)        |
| <b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD</b>       | <b>11.414</b>  | <b>10.180</b>  | <b>9.432</b>   | <b>8.827</b>    | <b>7.887</b>   | <b>10.614</b>  | <b>10.408</b>  |
| Đầu tư TSCĐ                                | (2.158)        | (1.265)        | (1.531)        | (1.457)         | (1.580)        | (1.646)        | (1.724)        |
| Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ           | 114            | 150            | 134            | 137             | 105            | 36             | 3              |
| Các khoản khác                             | (5.370)        | (4.828)        | (3.536)        | 3.592           | (2.882)        | (979)          | (1.003)        |
| Thay đổi tài sản dài hạn khác              | 666            | 1.141          | 1.000          | 1.201           | 1.368          | (59)           | (41)           |
| <b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT</b>       | <b>(6.748)</b> | <b>(4.802)</b> | <b>(3.933)</b> | <b>3.473</b>    | <b>(2.989)</b> | <b>(2.648)</b> | <b>(2.765)</b> |
| Thu từ PH CP, nhận góp VCSH                | 128            | 0              | 318            | 338             | 490            | 0              | 0              |
| Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ                | (1)            | (14)           | 0              | 0               | (143)          | 0              | 0              |
| Tiền vay ròng nhận được                    | 4.194          | 2.016          | 2.046          | (4.531)         | 3.512          | 240            | 413            |
| Dòng tiền từ HĐ tài chính khác             | 0              | 0              | 0              | 0               | 0              | 0              | 0              |
| Cổ tức                                     | (7.836)        | (7.928)        | (7.621)        | (8.167)         | (8.152)        | (8.046)        | (8.046)        |
| <b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC</b>       | <b>(3.516)</b> | <b>(5.927)</b> | <b>(5.257)</b> | <b>(12.360)</b> | <b>(4.293)</b> | <b>(7.807)</b> | <b>(7.633)</b> |
| Tiền & tương đương tiền đầu kỳ             | 1.523          | 2.665          | 2.111          | 2.349           | 2.300          | 2.912          | 3.071          |
| Lưu chuyển tiền thuần trong năm            | <b>1.151</b>   | <b>(548)</b>   | <b>241</b>     | <b>(60)</b>     | <b>606</b>     | <b>159</b>     | <b>10</b>      |
| <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kỳ</b> | <b>2.665</b>   | <b>2.111</b>   | <b>2.349</b>   | <b>2.300</b>    | <b>2.912</b>   | <b>3.071</b>   | <b>3.081</b>   |

## Chỉ số tài chính

| Chỉ số định giá                     | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A  | 2023A | 2024E | 2025F |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| EPS (VND)                           | 4.565 | 4.770 | 4.546 | 3.633  | 3.786 | 4.179 | 4.381 |
| P/E                                 | 17,0  | 18,8  | 16,3  | 19,2   | 17,0  | 15,4  | 14,7  |
| PEG 1 năm                           | 5,0   | 4,2   | -3,5  | -1,0   | 4,1   | 1,5   | 3,1   |
| P/S                                 | 3,6   | 3,8   | 3,0   | 2,7    | 2,3   | 2,1   | 2,0   |
| P/B                                 | 5,5   | 5,6   | 4,3   | 4,4    | 3,8   | 3,7   | 3,6   |
| Tỷ suất cổ tức                      | 5,8%  | 4,6%  | 5,2%  | 5,5%   | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  |
| Tỷ lệ chi trả cổ tức                | 74,1% | 77,2% | 76,4% | 94,5%  | 90,7% | 82,1% | 78,4% |
| Chỉ số tăng trưởng                  | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A  | 2023A | 2024E | 2025F |
| Tăng trưởng doanh thu               | 7,1%  | 5,9%  | 2,2%  | -1,6%  | 0,7%  | 4,9%  | 4,8%  |
| Tăng trưởng LN gộp                  | 8,0%  | 4,1%  | -5,0% | -9,1%  | 2,7%  | 8,0%  | 5,4%  |
| Tăng trưởng LN ròng                 | 3,5%  | 4,9%  | -5,1% | -19,1% | 4,2%  | 10,4% | 4,8%  |
| Tăng trưởng EPS                     | 3,4%  | 4,5%  | -4,7% | -20,1% | 4,2%  | 10,4% | 4,8%  |
| Chỉ số hiệu quả sinh lời            | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A  | 2023A | 2024E | 2025F |
| Biên LN gộp                         | 47,2% | 46,4% | 43,1% | 39,9%  | 40,7% | 41,9% | 42,1% |
| Biên EBITDA                         | 25,2% | 25,3% | 23,2% | 19,0%  | 19,5% | 20,7% | 20,8% |
| Biên LN hoạt động                   | 21,6% | 20,6% | 19,3% | 16,3%  | 16,2% | 17,4% | 17,6% |
| Biên LN ròng                        | 3,5%  | 4,9%  | -5,1% | -19,1% | 4,2%  | 10,4% | 4,8%  |
| ROAA                                | 23,7% | 22,9% | 19,8% | 17,6%  | 16,9% | 18,5% | 19,2% |
| ROAE                                | 35,6% | 33,0% | 29,4% | 26,0%  | 25,3% | 27,1% | 27,2% |
| Chỉ số đòn bẩy                      | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A  | 2023A | 2024E | 2025F |
| Khả năng trả lãi vay (EBIT/Lãi vay) | 111,9 | 85,3  | 132,4 | 58,7   | 27,6  | 34,3  | 34,7  |
| EBITDA/(Lãi vay + CAPEX)            | 6,3   | 10,7  | 8,7   | 7,0    | 6,1   | 6,7   | 6,7   |
| Nợ vay/ Vốn                         | 0,2   | 0,2   | 0,2   | 0,1    | 0,2   | 0,2   | 0,2   |
| Nợ vay/ VCSH                        | 0,2   | 0,2   | 0,3   | 0,2    | 0,2   | 0,2   | 0,2   |
| Nợ vay ròng/ VCSH                   | 0,1   | 0,2   | 0,2   | 0,1    | 0,2   | 0,2   | 0,2   |
| Chỉ số thanh khoản                  | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A  | 2023A | 2024E | 2025F |
| Vòng quay tổng tài sản              | 1,4   | 1,3   | 1,2   | 1,2    | 1,2   | 1,2   | 1,2   |
| Vòng quay khoản phải thu            | 16,4  | 15,6  | 14,3  | 13,3   | 12,8  | 12,9  | 12,1  |
| Số ngày phải thu                    | 21,9  | 23,1  | 25,2  | 27,0   | 28,2  | 28,0  | 29,8  |
| Vòng quay khoản phải trả            | 7,8   | 9,3   | 9,3   | 8,5    | 8,9   | 9,7   | 10,1  |
| Số ngày phải trả                    | 46,2  | 38,6  | 38,5  | 42,4   | 40,6  | 37,2  | 35,6  |
| Vòng quay hàng tồn kho              | 5,7   | 6,5   | 5,9   | 5,9    | 6,1   | 5,9   | 5,8   |
| Số ngày tồn kho                     | 63,6  | 55,7  | 60,7  | 61,5   | 58,6  | 61,4  | 61,7  |
| Hệ số thanh toán hiện hành          | 4,6   | 4,1   | 3,8   | 6,5    | 4,4   | 4,4   | 4,4   |
| Hệ số thanh toán nhanh              | 2,8   | 2,6   | 2,5   | 4,0    | 2,7   | 2,8   | 2,8   |

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

### KHUNG KHUYẾN NGHỊ

#### Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

|              |  |
|--------------|--|
| KHẢ QUAN     | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên.                   |
| TRUNG LẬP    | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%. |
| KÉM KHẢ QUAN | Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%.                    |

*Tổng lợi nhuận kỳ vọng của một cổ phiếu được định nghĩa là tổng: (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá hiện tại và (ii) tỷ suất cổ tức ròng kỳ hạn của cổ phiếu. Giá mục tiêu cổ phiếu có thời hạn đầu tư là 12 tháng.*

#### Xếp hạng ngành

Định nghĩa:

|              |   |
|--------------|---|
| KHẢ QUAN     | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.   |
| TRUNG LẬP    | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền. |
| KÉM KHẢ QUAN | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.   |

### Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Phạm Thị Bích Ngọc – Trưởng phòng

Email: [ngoc.phambich@vndirect.com.vn](mailto:ngoc.phambich@vndirect.com.vn)

### Hà Thu Hiền – Chuyên viên Phân tích

Email: [hien.hathu@vndirect.com.vn](mailto:hien.hathu@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>