

# Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam (VNM)

Định giá hiện tại ở mức hấp dẫn với triển vọng dài hạn tích cực.

Chuyên viên phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ

Lương Ngọc Tuấn Dũng

dunglnt@kbsec.com.vn

20/09/2021

**Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần lũy kế 6T/2021 giảm YoY.**

Lũy kế 6T/2021, doanh thu thuần đạt 28,906 tỷ VNĐ (giảm 2.5% YoY) – đạt 46.6% kế hoạch năm. LNST hợp nhất đạt 5,459 tỷ VNĐ (giảm 6.8% YoY) – đạt 48.6% kế hoạch năm.

**Biên lợi nhuận gộp bị ảnh hưởng bởi giá nguyên liệu đầu vào.**

Trong Q2/2021, BLNG hợp nhất ở mức 43.6%, đi ngang so với Q1/2021 tuy nhiên, lũy kế 6T/2021 giảm 2.8 điểm % YoY nguyên nhân đến từ giá nguyên liệu đầu vào (sữa bột nguyên kem) tăng mạnh từ tháng 3/2021 (tăng 20% so với bình quân năm 2020).

**Định giá hiện tại ở mức hấp dẫn. Hồi phục, tăng trưởng phụ thuộc lớn vào tình hình dịch bệnh.**

Hiện tại cổ phiếu VNM đang được giao dịch với mức P/E khoảng 18x lần, thấp hơn mức 22x lần trung bình giai đoạn 5 năm gần đây. Làn sóng Covid – 19 lần thứ 4 đi kèm với giãn cách xã hội tại các thành phố lớn đã ảnh hưởng tới sức mua của người tiêu dùng trong Q2/2021.

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 102,200 VND/cp.**

Chúng tôi dự báo trong năm 2021, cả doanh thu và LNST của VNM sẽ không có mức tăng trưởng đột phá. Cụ thể, doanh thu ở mức 60,012 tỷ VNĐ (tăng 0.6% YoY) và LNST đạt 10,838 tỷ VNĐ (giảm 3.5% YoY). DTT và LNST dự báo cho năm 2022 lần lượt là 62,509 tỷ VNĐ (tăng 4.16% YoY) và 11,779 tỷ VNĐ (tăng 9.9% YoY). Dựa vào triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với cổ phiếu VNM, mức giá mục tiêu 102,200 VND/cp, cao hơn 18% mức giá đóng cửa ngày 17/09/2021.

## MUA

**Giá mục tiêu 102,200 VND**

Tăng/giảm (%)	18%
Giá hiện tại (17/09/2021)	86,500
Giá mục tiêu đồng thuận	108,756
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ triệu USD)	181,408/7,971

### Dự phóng KQKD & định giá

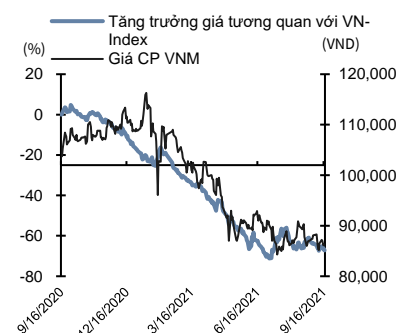
FY – end	2019A	2020A	2021E	2022E
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	56,318	59,636	60,012	62,509
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	12,797	13,539	12,888	14,175
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	10,554	11,236	10,838	11,916
EPS (nghìn VNĐ)	5,478	4,770	4,599	5,062
Tăng trưởng EPS (%)	3%	-13%	-3%	10%
P/E (x)	21	22	18	17
P/B (x)	6.8	6.8	5.1	4.6
ROE (%)	38%	38%	34%	34%
Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%)	5.21%	4.75%	4%	4%

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	34%
GDTB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	312/13.6
Sở hữu nước ngoài	26.74%
Cổ đông lớn	SCIC (36%)

### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
VNM	-3.1%	-4.9%	-13.9%	-16.6%
VNINDEX	-0.8%	-0.5%	14%	51.3%



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

## Kết quả kinh doanh 1H/2021

### Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần lũy kế 6T/2021 giảm YoY.

Lũy kế 6T/2021, doanh thu thuần đạt 28,906 tỷ VNĐ (giảm 2.5% YoY) – đạt 46.6% kế hoạch năm. LNST hợp nhất đạt 5,459 tỷ VNĐ (giảm 6.8% YoY) – đạt 48.6% kế hoạch năm.

Kết thúc Q2/2021, VNM ghi nhận mức doanh thu thuần theo quý cao nhất từ trước tới nay, 15,716 tỷ VNĐ (tăng 1.4% YoY và 19.2% QoQ). Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế của Q2/2021 ở mức 2,862 tỷ VNĐ (giảm 7.2% YoY). Theo VNM, trong Q2/2021 doanh thu từ kinh doanh nội địa ở mức 13,251 tỷ VNĐ (giảm khoảng 0.8% YoY) do làn sóng thứ 4 của dịch bệnh Covid-19 kéo dài và vẫn chưa có dấu hiệu suy giảm trong thời gian vừa qua đã ảnh hưởng tiêu cực tới thu nhập, sức mua của khách hàng.

Trong khi đó, mảng xuất khẩu ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số trong Q2/2021, doanh thu thuần tăng 17.2% YoY với thị trường Trung Đông tiếp tục đóng vai trò cốt lõi của hoạt động xuất khẩu. Ngoài ra, trong tháng 6 công ty cũng nhận thêm được lượng lớn các đơn đặt hàng đến từ các đối tác tại thị trường như Mỹ, Đài Loan và Trung Quốc. Doanh thu đến từ các chi nhánh tại nước ngoài đạt mức tăng trưởng 12.8% YoY - đạt 858 tỷ VNĐ với động lực tăng trưởng chính đến từ sự phục hồi của Driftwood khi các trường học tại Mỹ đã mở cửa trở lại sau thời kì dịch bệnh.

### Biên lợi nhuận gộp bị ảnh hưởng bởi giá nguyên liệu đầu vào.

Trong Q2/2021, BLNG hợp nhất ở mức 43.6%, đi ngang so với Q1/2021 tuy nhiên, lũy kế 6T/2021 giảm 2.8 điểm % YoY (biểu đồ 1) với nguyên nhân chính đến từ sự gia tăng của chi phí nguyên vật liệu đầu vào như bột sữa nguyên kem (tăng 24% YTD) do nhu cầu lớn nhập khẩu lớn đến chủ yếu từ Trung Quốc trong khi sản lượng sản xuất chính (chủ yếu tại châu Đại Dương) lại giảm (biểu đồ 4).

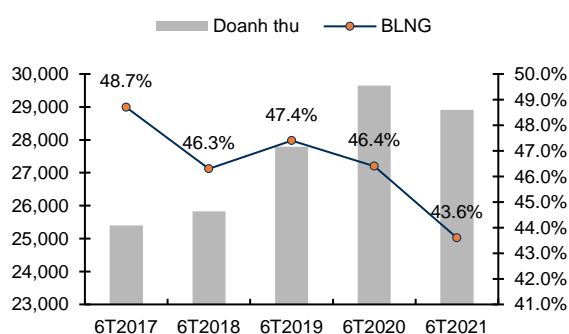
### Giảm chi phí bán hàng và quản lý nhằm bảo vệ lợi nhuận.

Chi phí bán hàng và quản lý giảm 4.8% YoY, chiếm 22.7% tổng doanh thu trong Q2/2021. Lũy kế 6T/2021, chi phí này giảm 8.7% YoY và chiếm 22.5% - giảm từ mức 24%. Tỷ lệ này giảm xuống là do công ty kiểm soát các chi phí bán hàng và khuyến mãi nhằm bảo vệ lợi nhuận khi phải chịu áp lực từ giá nguyên vật liệu đầu vào tăng mạnh.

### Biên LNST giảm nhẹ do tác động từ việc tăng chi phí QLKH và thuế TNDN.

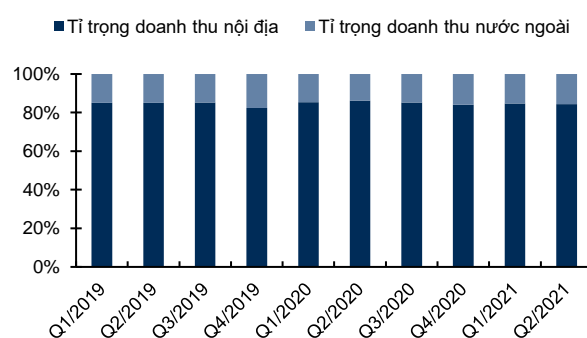
LNST của Q2/2021 đạt 2,862 tỷ đồng (biểu đồ 3), giảm 7.2% YoY. Biên LNST hợp nhất ở mức 18,2%, mức sụt giảm này chủ yếu đến từ việc VNM đã tăng chi phí quản lý, bán hàng trong quý 2 cho hoạt động marketing.

Biểu đồ 1. Doanh thu và BLNG của Vinamilk



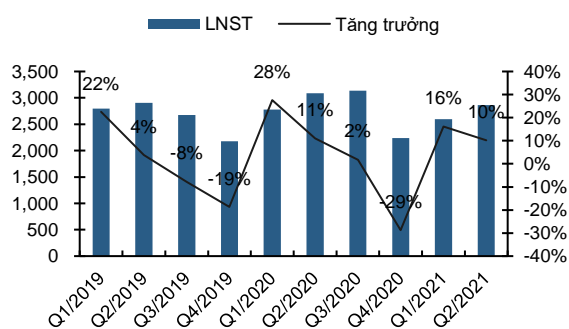
Nguồn: VNM, KBSV

Biểu đồ 2. Tỷ trọng doanh thu Vinamilk



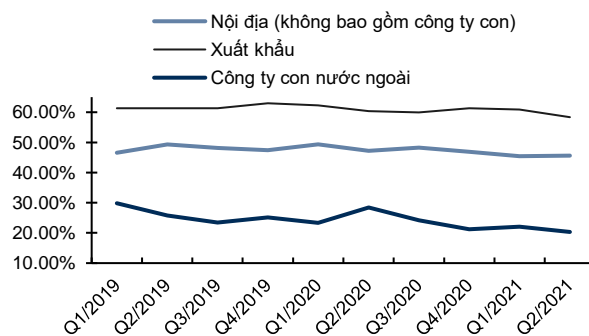
Nguồn: VNM, KBSV

Biểu đồ 3. LNST và tăng trưởng theo quý



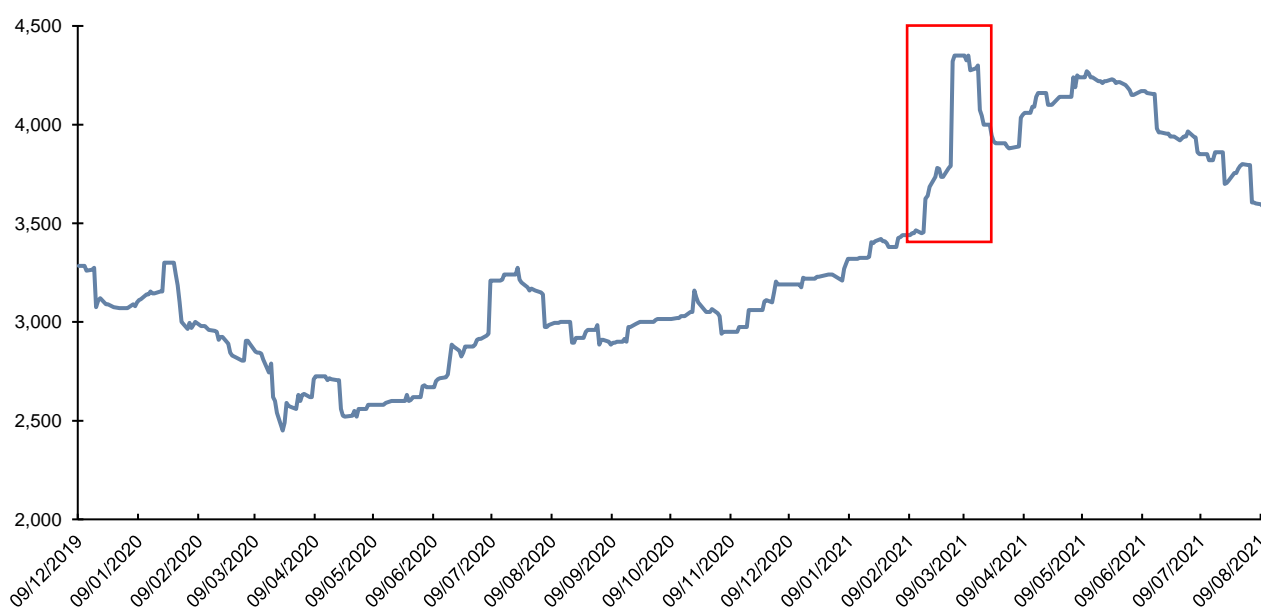
Nguồn: VNM, KBSV

Biểu đồ 4. BLNG qua các quý



Nguồn: VNM, KBSV ước tính

Biểu đồ 5. Diễn biến giá nguyên liệu (Sữa bột nguyên kem -USD/MT)



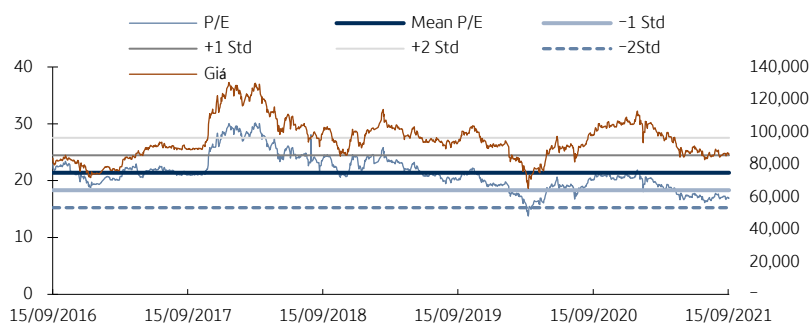
Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Luận điểm đầu tư

**Định giá hiện tại ở mức hấp dẫn.**

Hiện tại, cổ phiếu VNM đang được giao dịch với mức định giá khoảng 18x lần cho giai đoạn 2021-2022. Trong quá khứ, với giai đoạn 5 năm gần đây, mức P/E trung bình của VNM là 22x lần.

**Biểu đồ 6. P/E của VNM qua các năm**



Nguồn: Fiinpro, KBSV

**Vị thế của doanh nghiệp đầu ngành sữa Việt Nam với thị phần lớn và các hoạt động M&A. MCM sẽ là động lực cho tăng trưởng trong tương lai.**

VNM luôn giữ vững vị trí đầu về thị phần ngành sữa, ước tính tới cuối 2020 thị phần của VNM chiếm khoảng 45% (đã bao gồm MCM). Với lợi thế thương hiệu lớn, mạng lưới phân phối rộng khắp (13 nhà máy ở nhiều tỉnh thành trên toàn quốc) cùng đội ngũ lãnh đạo có nhiều năm kinh nghiệm trong ngành, chúng tôi cho rằng cổ phiếu VNM vẫn rất hấp dẫn trong dài hạn. Tận dụng những lợi thế kể trên:

- DTT của CTCP Giống Bò Sữa Mộc Châu (MCM) đạt 1,411 tỷ đồng lũy kế 6T/2021 (tăng 3.2% YoY) nhờ sử dụng tốt đòn bẩy và kênh phân phối của Vinamilk.
- BLNG của MCM được cải thiện tích cực đạt 30.3% (tăng từ 28.9% svck 2020) nhờ tận dụng được các nguồn lực từ Vinamilk. Chúng tôi cho rằng dư địa tăng trưởng của MCM còn rất lớn khi các sản phẩm chỉ đang tập trung ở khu vực phía Bắc. Ngoài ra, phía công ty cho biết Vinamilk cũng rất tích cực tìm kiếm các đối tác nhằm thực hiện M&A, qua đó giúp VNM gia tăng thị phần trên thị trường.

**Bảng 1. Tóm tắt KQKD của CTCP Giống bò sữa Mộc Châu**

Tỷ VND	Q2/2021	Q2/2020	6T2021	6T2020
Doanh thu thuần	790	734	1,411	1,367
Lợi nhuận gộp	253	218	428	395
Biên LNG	32.03%	29.7%	30.33%	28.9%
LNST	87	59	137	106
Biên LNST	11,01%	8,04%	9,71%	7,75%

Nguồn: VNM, KBSV

**Kỳ vọng BLNG được cải thiện trong 6 tháng cuối năm.**

Theo chia sẻ từ VNM, công ty đã chủ động kí hợp đồng với các nhà cung cấp của một số nguyên vật liệu chính nhằm cố định giá mua cho 6 tháng cuối năm. Ngoài ra, giá của một số nguyên vật liệu đầu vào chính như bột sữa đã có xu hướng ổn định hơn thời điểm Q1/2021 (biểu đồ 4). Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng BLNG của VNM sẽ được cải thiện trong nửa cuối năm 2021 sẽ cao hơn 6 tháng đầu năm.

**Nguồn thu mới đến từ liên doanh với Del Monte Philippines Inc. (DMPI).**

Trong tháng 8/2021, Vinamilk đã công bố sẽ hợp tác liên doanh với Del Monte Philippines Inc. (DMPI) – công ty con của Del Monte Pacific Limited, là một doanh nghiệp thực phẩm hàng và đồ uống hàng đầu tại Philippines. Theo đó, mỗi bên sẽ góp vốn 3 triệu USD vào công ty liên doanh, DMPI sẽ phân phối các sản phẩm của Vinamilk tại Philippines và các sản phẩm sẽ mang nhãn hiệu của cả 2 thương hiệu Del Monte và Vinamilk. Đây được coi là dấu hiệu tốt cho Vinamilk trong tương lai khi mà Philippines là quốc gia đông dân thứ hai tại Đông Nam Á; hơn nữa, DMPI cũng là một nhãn hiệu đã khẳng định được tên tuổi tại quốc gia này với mạng lưới phân phối rộng khắp quốc gia, các sản phẩm xuất hiện ở 100,000 cửa hàng phủ toàn Philippines.

Trong cuối tháng 7/2021, Vinamilk đã tiến hành đóng gói những đơn hàng đầu tiên và xuất khẩu các sản phẩm tới Philippines, dự kiến sẽ lên kệ trong tháng 9/2021. Tổng doanh thu dự kiến của công ty liên doanh trong năm đầu tiên là 8.8 triệu USD; trong trung hạn, tốc độ tăng trưởng doanh thu là 50% CAGR.

**Kỳ vọng dịch bệnh sớm được kiểm soát trên cả nước cũng như trên toàn cầu giúp gia tăng nhu cầu tiêu thụ sữa.**

Với làn sóng thứ 4 của dịch bệnh Covid – 19, đi kèm với giãn cách xã hội tại các thành phố lớn kéo dài (TP.HCM và Hà Nội) từ giữa tháng 5 đã ảnh hưởng lớn tới sức mua của người tiêu dùng trong thời gian qua. Tuy nhiên, với việc vaccines sẽ liên tục được đưa về Việt Nam trong Q3 và Q4/2021 và kế hoạch tiêm chủng của chính phủ Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng rằng dịch bệnh sẽ sớm được kiểm soát trong Q4/2021, khi đó các yếu tố vĩ mô bao gồm sức mua của người tiêu dùng sẽ được cải thiện tích cực vào Q1/2022.

**Nguồn cung cấp sữa tươi nguyên liệu organic từ Lào dự kiến bắt đầu vào Q1/2022 – tạo lợi thế cạnh tranh tốt.**

Hện tại, trang trại đầu tiên trong Tổ hợp bò sữa Lao – Jargo đang trong quá trình hoàn thiện. Trang trại đầu tiên này dự kiến sẽ có đàn bò với số lượng 8,000 con qua đó tạo công suất 120 tấn sữa/ngày (tương đương 44,000 tấn/năm). Tính tới thời điểm tháng 5/2021, trang trại đã hoàn thiện chứng nhận Organic cho diện tích hơn 600ha theo tiêu chuẩn EU/NOP và đang trong quá trình nhập thêm máy móc, trang thiết bị cùng các công nghệ tiên tiến. Thông tin từ VNM cho biết dự kiến trong Q1/2022, trang trại này sẽ bắt đầu cung cấp sữa (sẽ được vận chuyển về nhà máy sữa tại Nghệ An).

Ngoài ra, cũng trong Q2/2021, VNM đã cho ra mắt hệ thống trang trại sinh thái Vinamilk Green Farm tại Tây Ninh, Quảng Ngãi và Thanh Hóa – nhằm cung cấp nguồn nguyên liệu của sản phẩm mới như Sữa tươi Vinamilk Green Farm.

Theo tìm hiểu của chúng tôi, hiện tại đối với các doanh nghiệp sản xuất sữa nội địa có nguồn sữa tươi nguyên liệu organic ngoài VNM còn có sự xuất hiện của

tập đoàn TH True Milk với quy mô sản xuất sữa organic từ đàn bò 1,000 con và Nutifood (đầu tư liên doanh với tập đoàn Backahill) sản xuất sữa organic tại Thụy Điển. Ngoài ra, nguồn sữa organic cũng đến từ các thương hiệu ngoại khác như Dutch Lady, Nestlé,... Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng VNM vẫn giữ được lợi thế cạnh tranh so với phần còn lại cho thị trường sữa nguyên liệu organic như sau:

- Đối với doanh nghiệp nội địa như TH True Milk, VNM có lợi thế về số lượng đàn bò cấp sữa nguyên liệu organic khi TH True Milk có quy mô 1,000 con trong khi VNM sở hữu đàn 1,000 con (theo báo cáo thường niên 2020) tại trang trại organic ở Đà Lạt và sắp tới là 8,000 con cho trang trại ở Lào (giai đoạn 1).
- Đối với các doanh nghiệp ngoại phải nhập khẩu nguồn sữa nguyên liệu organic vào Việt Nam, VNM có lợi thế nhờ tiết kiệm được chi phí vận chuyển nhờ hệ thống trang trại và nhà máy sản xuất phủ khắp trên toàn quốc. Ngoài ra, trang trại organic mới tại Lào có vị trí địa lý sát với Việt Nam, do đó việc vận chuyển phần nào cũng trở nên dễ dàng.

## Dự phóng kết quả kinh doanh, định giá và khuyến nghị

### Dự phóng kết quả kinh doanh

Trong năm 2021, chúng tôi dự phóng mức doanh thu 60,012 tỷ VND (+0.6% YoY) và LNST đạt 10,702 tỷ VND (-3.5% YoY). DTT và LNST dự báo cho năm 2022 lần lượt là 62,509 tỷ VND (tăng 4.16% YoY) và 11,779 tỷ VND (tăng 9.9% YoY).

**Bảng 2. Tóm tắt dự phóng 2021 & 2022**

Tỷ VND	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	59,636	60,012	62,509
<i>Trong nước</i>	50,842	50,333	51,843
<i>Nước ngoài</i>	8,794	9,679	10,666
Lợi nhuận gộp	27,669	27,316	29,055
Chi phí bán hàng	-13,447	-13,532	-14,095
Chi phí quản lý	-1,958	-1,971	-2,052

Nguồn: KBSV

**Định giá và khuyến nghị: Khuyến nghị MUA với mức giá mục tiêu là 102,200 VND/cp.**

Chúng tôi cho rằng trong trung và dài hạn, VNM vẫn là một cổ phiếu hấp dẫn ở mức định giá hiện tại, với vị thế là doanh nghiệp đầu ngành có thị phần cao. Chúng tôi đánh giá tích cực về triển vọng kinh doanh của VNM nhờ: (1) tình hình dịch bệnh được kiểm soát, giúp cải thiện sức mua của khách hàng; (2) biên lợi nhuận gộp được cải thiện khi giá nguyên vật liệu có xu hướng giảm; (3) nguồn doanh thu mới đến từ Philippines.

Chúng tôi sử dụng kết hợp 2 phương pháp định giá DCF và so sánh P/E (tỉ trọng 50-50). Phương pháp so sánh P/E, mức P/E hợp lý của VNM là 22x lần (bằng với mức trung bình trong 5 năm gần đây), với EPS điều chỉnh 2021 là 4,599 VND/cp.

**Bảng 1. Một số giả định trong mô hình định giá DCF**

Lãi suất phi rủi ro	2.6%
Phần bù rủi ro	9.9%
Beta	0.76
Tăng trưởng dài hạn	3%
WACC	8.8%

Nguồn: KBSV

**Bảng 2. Tổng hợp kết quả định giá**

Phương pháp	Tỉ trọng	Kết quả định giá
DCF	50%	103,211
So sánh P/E	50%	101,184
Tổng hợp	100%	102,197

Nguồn: KBSV

Báo cáo Kết quả HĐKD

(Tỷ VND)	2019A	2020A	2021E	2022E
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>56,318</b>	<b>59,636</b>	<b>60,012</b>	<b>62,509</b>
Giá vốn hàng bán	-29,746	-31,968	-32,696	-33,454
<b>Lãi gộp</b>	<b>26,572</b>	<b>27,669</b>	<b>27,316</b>	<b>29,055</b>
Doanh thu tài chính	807	1,581	1,488	1,765
Chi phí tài chính	-187	-309	-413	-497
Gồm: Chi phí lãi vay	-109	-144	-310	-381
Lãi/(lỗ) liên doanh	-6	4	0	0
Chi phí bán hàng	-12,993	-13,447	-13,532	-14,095
Chi phí quản lý DN	-1,396	-1,958	-1,971	-2,052
<b>Lãi/(lỗ) từ HĐ kinh doanh</b>	<b>12,797</b>	<b>13,539</b>	<b>12,888</b>	<b>14,175</b>
Lãi/(lỗ) khác	-1	-21	104	108
<b>Lãi/(lỗ) trước thuế</b>	<b>12,796</b>	<b>13,519</b>	<b>12,992</b>	<b>14,284</b>
Thuế doanh nghiệp	-2,241	-2,283	-2,153	-2,367
<b>Lãi/(lỗ) thuần sau thuế</b>	<b>10,554</b>	<b>11,236</b>	<b>10,838</b>	<b>11,916</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-27	137	137	137
<b>Lợi nhuận sau CĐTS</b>	<b>10,581</b>	<b>11,099</b>	<b>10,702</b>	<b>11,779</b>

Chỉ số hoạt động

(%)	2019A	2020A	2021E	2022E
Tăng trưởng doanh thu	7%	6%	1%	4%
Tăng trưởng EBIT	7%	6%	-3%	10%
Tăng trưởng EBITDA	1%	5%	-2%	9%
Tăng trưởng LN sau CĐTS	3%	5%	-4%	10%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	47%	46%	46%	46%
Tỷ suất EBITDA	26%	26%	25%	27%
Tỷ suất EBIT	23%	23%	22%	23%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	23%	23%	22%	23%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	19%	19%	18%	19%

Lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VND)	2019A	2020A	2021E	2022E
<b>Lãi trước thuế</b>	<b>12,796</b>	<b>13,519</b>	<b>12,992</b>	<b>14,284</b>
Khấu hao TSCĐ	2,016	2,817	1,908	1,938
(Lãi)/lỗ từ HĐ đầu tư	-2	-301	-301	-301
Thay đổi vốn lưu động	388	-1,174	1,080	-1,522
(T)/G phải thu	374	-715	651	-971
(T)/G hàng tồn kho	402	-270	-270	34
(T)/G TS ngắn hạn khác	0	0	0	0
(T)/G khoản phải trả	-400	-213	673	-575
(T)/G chi phí trả trước	16	24	26	-9
(T)/G nợ ngắn hạn khác	0	0	0	0
Điều chỉnh khác HĐKD	0	0	0	0
<b>Lưu chuyển tiền HĐKD</b>	<b>11,410</b>	<b>10,180</b>	<b>12,283</b>	<b>10,523</b>
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0
Đầu tư tài sản cố định	-2,158	-1,265	-2,906	-2,924
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư vào công ty con	-2,158	0	0	0
Tài sản khác	0	0	0	0
Điều chỉnh khác HĐĐT	-2,431	-3,537	0	0
<b>Lưu chuyển tiền HĐ đầu tư</b>	<b>-6,748</b>	<b>-4,802</b>	<b>-2,906</b>	<b>-2,924</b>
Thu các khoản đi vay	10,427	7,769	8,060	8,405
Trả các khoản đi vay	-6,233	-5,754	-6,190	-6,455
Nợ phải trả khác	0	0	0	0
T/(G) vốn CSH	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	-7,836	-7,928	-7,315	-7,315
Điều chỉnh khác HĐTC	127	-14	0	0
<b>Lưu chuyển tiền HĐ tài chính</b>	<b>-3,516</b>	<b>-5,927</b>	<b>-5,445</b>	<b>-5,364</b>
<b>Lưu chuyển tiền trong kỳ</b>	<b>1,146</b>	<b>-548</b>	<b>3,932</b>	<b>2,234</b>
Tiền đầu kỳ	1,523	2,665	2,111	6,043
Tiền cuối kỳ	2,665	2,111	6,043	8,278

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VND)	2019A	2020A	2021E	2022E
<b>Tổng tài sản</b>	<b>44,700</b>	<b>48,432</b>	<b>52,298</b>	<b>57,137</b>
Tài sản ngắn hạn	24,722	29,666	33,487	37,860
Tiền & tương đương tiền	2,665	2,111	6,043	8,278
Đầu tư ngắn hạn	12,437	17,315	17,834	19,022
Khoản phải thu	3,474	4,174	3,523	4,494
Hàng tồn kho	4,996	4,953	5,223	5,189
Tài sản ngắn hạn khác	1,149	1,113	864	878
Tài sản dài hạn	19,978	18,767	18,811	19,277
Khoản phải thu dài hạn	21	20	0	0
Tài sản cố định	13,744	12,717	11,275	9,809
BĐS đầu tư	62	60	58	56
Tài sản dở dang dài hạn	694	794	2,507	4,292
Đầu tư dài hạn	993	988	1,091	1,137
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	4,464	4,187	3,880	3,984
<b>Nợ phải trả</b>	<b>14,969</b>	<b>14,785</b>	<b>16,568</b>	<b>18,143</b>
Nợ ngắn hạn	14,443	14,213	15,991	17,520
Phải trả người bán	3,648	3,199	3,872	3,296
KH trả tiền trước	2	16	9	9
Vay ngắn hạn	5,351	7,316	9,169	11,099
Khoản dự trữ đặc biệt	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn khác	5,441	3,681	2,941	3,116
Nợ dài hạn	526	573	577	623
Khoản phải trả dài hạn	0	0	0	0
Vay dài hạn	123	167	198	235
Nợ dài hạn khác	403	405	379	388
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>27,504</b>	<b>31,297</b>	<b>33,380</b>	<b>36,644</b>
Vốn góp	17,417	20,900	20,900	20,900
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Cổ phiếu quỹ	(12)	(12)	(12)	(12)
Lãi chưa phân phối	7,875	6,910	8,159	10,270
Vốn và quỹ khác	2,200	3,489	4,333	5,486
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,227	2,350	2,350	2,350
<b>Tổng nợ &amp; vốn</b>	<b>44,700</b>	<b>48,432</b>	<b>52,298</b>	<b>57,137</b>

Chỉ số chính

(x, % VND)	2019A	2020A	2021E	2022E
<b>Chỉ số định giá</b>				
P/E	213	22.8	18.8	17.1
P/E pha loãng	213	22.8	18.8	17.1
P/B	6.8	6.8	5.1	4.6
P/S	3.6	3.8	3.0	2.9
EV/EBITDA	14	15	12	11
EV/EBIT	16	17	14	13
Lãi cơ bản/cp (EPS)	5,478	4,770	4,599	5,062
Cổ tức/cp (DPS)	4,500	3,794	3,501	3,501
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	45%	35%	35%	35%
<b>Chỉ số khả năng sinh lời</b>				
ROE	38%	38%	34%	34%
ROA	24%	24%	22%	22%
ROIC	32%	29%	25%	25%
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ phải trả/Vốn CSH	0.5	0.5	0.5	0.5
TS thanh toán hiện thời	1.7	2.1	2.1	2.2
TS khả năng trả lãi vay	18.6	95.0	42.9	38.4
<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Hệ số vòng quay tài sản	14	13	12	11
Hệ số vòng quay phải thu	14	16	16	16
Hệ số vòng quay HTK	5.7	6.4	6.4	6.4
Hệ số vòng quay phải trả	7.6	9.3	9.3	9.3



## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

### LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

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

## Hệ thống khuyến nghị

---

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.