

# Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam (VNM)

## Kỳ vọng hồi phục năm 2023

28/02/2023

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

**Năm 2022, hoàn thành 94% kế hoạch doanh thu, 88% kế hoạch lợi nhuận**

Luỹ kế cả năm 2022, VNM hoàn thành 94% kế hoạch doanh thu và 88% kế hoạch lợi nhuận, tương ứng với 59,956 tỷ đồng DTT và 8,577 tỷ đồng LNST. Với kết quả trên công ty cũng hoàn thành lần lượt 96.3% và 90.2% dự phóng năm 2022 của KBSV.

**Doanh thu nội địa dự kiến sẽ tiếp tục đi ngang**

Chúng tôi dự đoán thị trường nội địa của VNM sẽ tiếp tục đi ngang do (1) mức độ cạnh tranh ngày càng gay gắt, VNM khó để tăng thêm thị phần; (2) nhu cầu tiêu thụ sữa tại Việt Nam còn chưa cao; (3) trong ngắn hạn sức mua của người tiêu dùng chưa thể hồi phục ngay khi thu nhập bị ảnh hưởng sau làn sóng cắt giảm nhân sự trong quý 4 vừa qua.

**BLNG kỳ vọng được cải thiện từ quý 2 hoặc quý 3/2023**

Do phải sử dụng tồn kho sữa bột giá cao nên BLNG năm 2022 chưa đạt kỳ vọng. Chúng tôi kỳ vọng BLNG của VNM sẽ được cải thiện từ quý 2/2023 hoặc quý 3/2023 khi công ty bắt đầu sử dụng sữa bột giá thấp cho sản xuất. Dự kiến BLNG của VNM năm 2023 đạt 40.84% (tăng 1 điểm phần trăm so với năm 2022).

**Duy trì trả cổ tức tiền mặt gần 40%**

Mặc dù chỉ hoàn thành 88% kế hoạch lợi nhuận, VNM dự kiến vẫn duy trì trả cổ tức năm 2022 với tỷ lệ 38% tính trên mệnh giá và 90% tính trên lợi nhuận phân phối cho cổ đông Công ty mẹ.

**Khuyến nghị: NẮM GIỮ - Giá mục tiêu: 81,200 VNĐ/Cp**

Dự kiến năm 2023, DTT của VNM đạt 62,096 tỷ đồng (+3.5% YoY) và LNST đạt 9,368 tỷ đồng (+9.2% YoY). Khuyến nghị NẮM GIỮ cổ phiếu VNM với giá mục tiêu 81,200 VNĐ/cp, cao hơn 8% so với giá đóng cửa ngày 27/02/2022.

## NẮM GIỮ

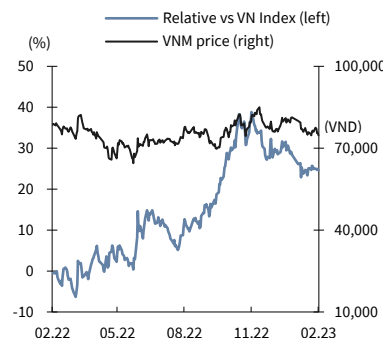
Giá mục tiêu	VND 81,200
Tăng/giảm (%)	8%
Giá hiện tại (27/02/2023)	75,200
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ti USD)	156/6.5

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	40%
GDTB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	173.7/6.9
Sở hữu nước ngoài	54.36%
Cổ đông lớn	SCIC (36%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-6	-10	-1	-7
Tương đối	0	-11	17	25

### Dự phóng KQKD & định giá

FY - end	2020A	2021A	2022E	2023E
Doanh số thuần (tỷ VND)	60,919	59,956	62,096	64,439
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	12,728	10,491	11,321	12,017
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	10,633	8,578	9,368	9,942
EPS (nghìn VND)	4,517	3,632	4,453	4,728
Tăng trưởng EPS (%)	-12.9	-5.3	22	7
P/E (x)	24.1	23.8	20.0	19.0
P/B (x)	6.3	5.5	4.4	4.3
ROE (%)	36	33	30	30
Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%)	45	35	40	40



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

## Kết quả kinh doanh 4Q2022

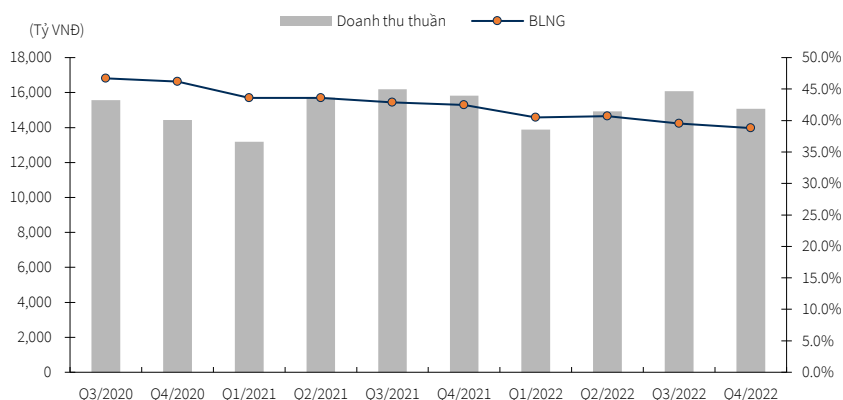
**Hoàn thành 94% kế hoạch doanh thu, 88% kế hoạch lợi nhuận**

Doanh thu thuần hợp nhất Q4/2022 của VNM đạt 15,068 tỷ đồng (-5% YoY), LNST ghi nhận 1,869 tỷ đồng (-15% YoY). Luỹ kế cả năm 2022, VNM hoàn thành 94% kế hoạch doanh thu và 88% kế hoạch lợi nhuận, tương ứng với 59,956 tỷ đồng DTT và 8,577 tỷ đồng LNST. Với kết quả trên công ty cũng hoàn thành lần lượt 96.3% và 90.2% dự phóng năm 2022 của chúng tôi.

**Biên lợi nhuận gộp chưa đạt kỳ vọng**

BLNG năm 2022 đạt 40% - thấp hơn mức kỳ vọng 41.3% của chúng tôi khi kỳ vọng giá sữa giảm sẽ giúp VNM tiết kiệm chi phí nguyên vật liệu. BLNG quý 4 có xu hướng giảm nhẹ so với các quý trước đó, chỉ đạt 38.8% do (1) tình hình bán hàng trong mùa quý 4 thấp điểm không tốt; (2) tiêu thụ các sản phẩm có tồn kho nguyên liệu cao. Nửa đầu năm 2022, VNM duy trì BLNG trên 40% do sử dụng nguyên liệu giá thấp từ năm trước đó, tuy nhiên nửa cuối năm 2022 do giá sữa bột tồn kho cao đã ảnh hưởng đến BLNG chưa thể hồi phục sớm như chúng tôi kỳ vọng dù giá sữa bột đã giảm mạnh so với mức đỉnh.

**Biểu đồ 1. Doanh thu thuần và BLNG của VNM**



Nguồn: VNM, KBSV

**Tăng trưởng ngành sữa thị trường Việt Nam đạt 5% tính đến hết tháng 11/2022**

Theo Nielsen, ngành sữa nội địa duy trì đà hồi phục với mức tăng trưởng 5% về giá trị tính đến tháng 11/2022, chủ yếu đến từ việc các doanh nghiệp ngành sữa điều chỉnh giá bán để bù đắp chi phí tăng cao trong bối cảnh lạm phát. Trong khi đó sản lượng tiêu thụ không có sự thay đổi nhiều cho thấy triển vọng dùng đối với các sản phẩm sữa có triển vọng không quá tích cực.

Doanh thu nội địa công ty mẹ giảm 2.5% YoY trong quý 4 do (1) suy giảm cầu tiêu dùng; (2) 6 tháng cuối năm VNM thực hiện phân phối bền vững khi đóng các điểm lẻ bán hàng không hiệu quả. Điều này sẽ ảnh hưởng đến KQKD trong ngắn hạn nhưng trong dài hạn sẽ bảo đảm tính bền vững của toàn hệ thống.

### Công ty con Mộc Châu Milk (MCM) tăng trưởng tích cực sau khi có sự tham gia của Vinamilk

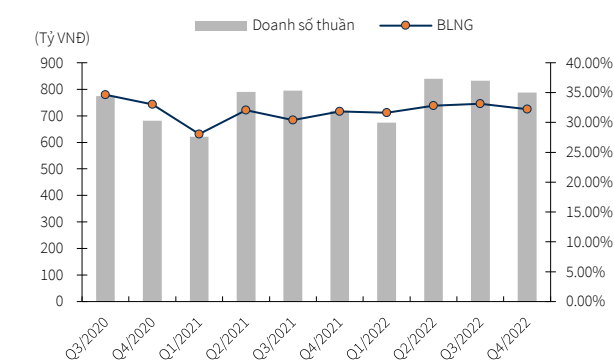
Q4/2022, MCM ghi nhận doanh thu thuần đạt 787 tỷ đồng (+9.5% YoY) – mức tăng trưởng cao nhất trong năm, LNST đạt 72 tỷ đồng. BNLG tăng 1.7 điểm phần trăm so với năm 2021, đạt 32.5% cho cả năm 2022. Theo chia sẻ của BLĐ, VNM đã thuyết phục các hộ nông dân MCM sử dụng công thức cám nuôi bò sữa của VNM, từ đó cho sữa chất lượng và công suất cao hơn. Kênh của hàng của MCM ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu ấn tượng hơn 50% trong năm 2022 với hơn 60 điểm bán tính đến cuối năm 2022.

### Thị trường xuất khẩu vẫn gặp khó khăn trong khi các chi nhánh nước ngoài tiếp tục là điểm sáng

Doanh thu nước ngoài đạt 2,269 tỷ đồng trong quý 4/2022 với Xuất khẩu đạt 1,088 tỷ đồng (-40% YoY), các chi nhánh nước ngoài đạt 1,181 tỷ đồng (+18% YoY). Lạm phát đã ảnh hưởng tương đối đáng kể đến sức mua của người tiêu dùng tại thị trường xuất khẩu của VNM (Trung Đông). Trong bối cảnh đó, VNM phải linh hoạt trong biện pháp hỗ trợ khách hàng, đẩy mạnh xúc tiến thương mại.

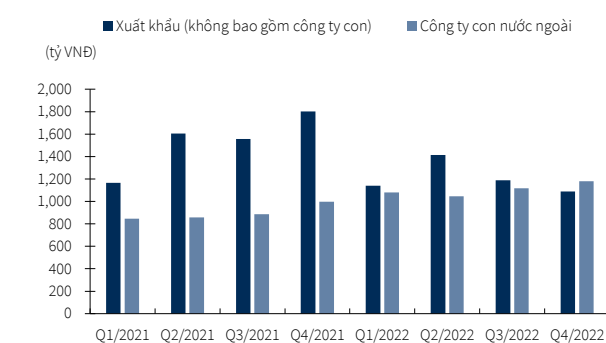
Công ty con nước ngoài Driftwood ghi nhận mức doanh thu tăng trưởng trên 30% trong năm 2022 nhờ đa dạng kênh phân phối, bên cạnh đưa các sản phẩm của VNM vào thị trường Mỹ. Angkormlik cũng tăng trưởng trên 10% nhờ phát triển các sản phẩm mới.

Biểu đồ 2. Doanh thu thuần và BNLG của MCM



Nguồn: VNM, KBSV

Biểu đồ 3. Doanh thu tại thị trường xuất khẩu và công ty con nước ngoài



Nguồn: VNM, KBSV

## Kỳ vọng hồi phục trong năm 2023

### Tốc độ cải thiện BLNG phụ thuộc vào sự biến động giá nguyên liệu đầu vào

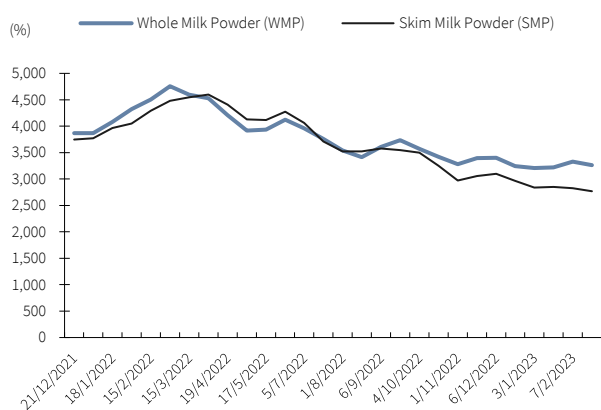
Trong cuộc họp với các chuyên viên phân tích vừa qua, BLĐ cho biết công ty đã chuẩn bị nguyên liệu sữa bột sử dụng đến Quý 3/2023. Với giá định tồn kho sữa bột giá cao vẫn còn, chúng tôi điều chỉnh kỳ vọng BLNG của VNM sẽ được cải thiện từ quý 2/2023 hoặc quý 3/2023. Dự kiến BLNG của VNM năm 2023 đạt 40.84% (tăng 1 điểm phần trăm so với năm 2022).

Đường – một trong những nguyên liệu mà VNM dùng để sản xuất sản phẩm sữa gần đây có xu hướng tăng giá, đạt mức đỉnh trong 6 năm trở lại đây. Do giá dầu tăng cao, các nước sản xuất đường lớn như Brazil, Thái Lan và Ấn Độ chuyển sang dùng mía để sản xuất ethanol, khiến cung sụt giảm làm giá đường thế giới tăng mạnh, dự kiến tiếp tục duy trì mức cao trong 1H2023. Điều này có thể tác động phần nào đến chi phí sản xuất của VNM do công ty vẫn phải nhập khẩu đường từ thị trường nước ngoài (~30%). Dù vậy tác động của giá đường đến BLNG sẽ không lớn như biến động giá sữa bột đầu vào do VNM sử dụng đường từ công ty con là Vietsugar cung cấp, hiện đang đáp ứng được khoảng 70% nhu cầu sản xuất của VNM.

### Doanh thu nội địa dự kiến sẽ tiếp tục đi ngang

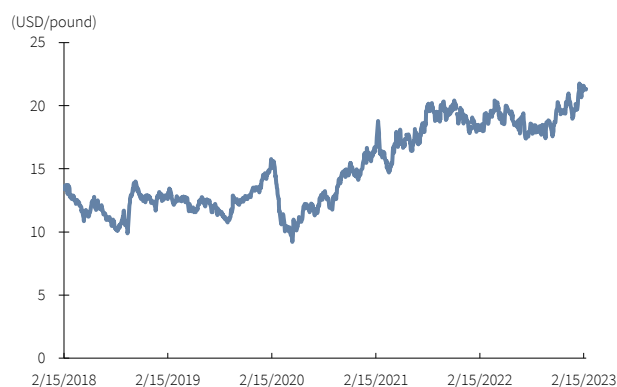
Năm 2022, sản lượng tiêu thụ của sữa bột trẻ em giảm do tỷ lệ sinh giảm trong khi sữa bột người lớn tăng lên do người tiêu dùng chú ý sức khỏe hơn sau dịch Covid-19. Tuy nhiên, bước sang 2023, sữa bột trẻ em đã có những dấu hiệu tích cực khi ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số trong 2 tháng đầu năm. Công ty sẽ tiếp tục tái cấu trúc thương hiệu, thay đổi sản phẩm về bao bì, hương liệu; đa dạng hoá kênh phân phối và áp dụng chuyển đổi số để tiết kiệm chi phí vận hành. Dù vậy, chúng tôi nhận thấy thị trường nội địa của VNM sẽ tiếp tục đi ngang do (1) mức độ cạnh tranh ngày càng gay gắt, khó để tăng thêm thị phần; (2) nhu cầu tiêu thụ sữa tại Việt Nam còn chưa cao; (3) trong ngắn hạn sức mua của người tiêu dùng chưa thể hồi phục ngay khi thu nhập bị ảnh hưởng sau làn sóng cắt giảm nhân sự trong quý 4 vừa qua.

Biểu đồ 4. Biến động giá sữa bột nguyên kem và sữa bột gầy



Nguồn: Global Dairy Trade, KBSV

Biểu đồ 5. Biến động giá đường trên thế giới



Nguồn: isosugar, KBSV

## Duy trì trả cổ tức cao dù chưa hoàn thành kế hoạch lợi nhuận

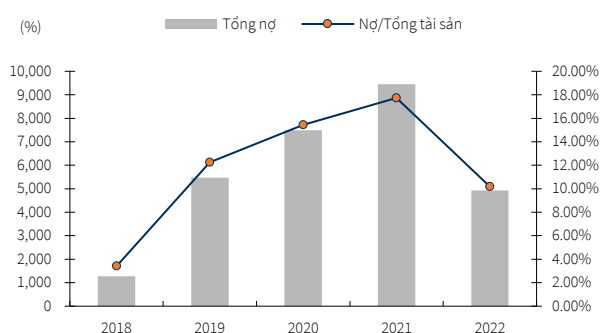
**Dự kiến tỷ lệ chi trả cổ tức năm 2022 là 40%**

Mặc dù chỉ hoàn thành 88% kế hoạch lợi nhuận, VNM dự kiến vẫn duy trì trả cổ tức năm 2022 với tỷ lệ 38% tính trên mệnh giá và 90% tính trên lợi nhuận phân phối cho cổ đông Công ty mẹ. Nguồn tiền mặt dồi dào chính là cơ sở để công ty tiếp tục trả cổ tức cao cho nhà đầu tư. Tính đến cuối năm 2022, số dư tiền ròng hợp nhất của VNM là 14,781 tỷ đồng, chiếm 30% tổng tài sản.

**Tỷ lệ nợ vay/ tổng tài sản giảm về 10% - mức thấp nhất trong 3 năm trở lại đây**

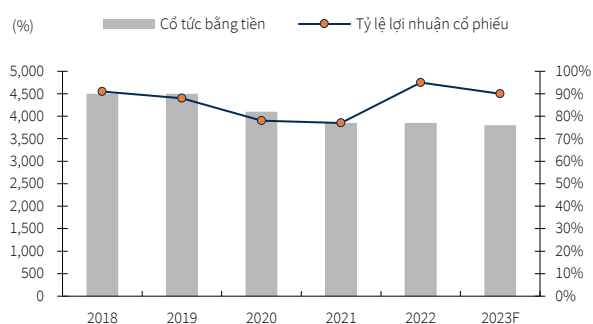
Trong bối cảnh mặt bằng lãi suất vẫn cao, công ty đã chủ động giảm bớt nợ vay, kiểm soát tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản về 10% - mức thấp nhất trong 3 năm trở lại đây. Năm 2022, tổng đầu tư vốn đạt gần 1,500 tỷ đồng để mở rộng, nâng cao năng lực sản xuất và tăng cường tự động hoá các nhà máy. VNM cũng tiến hành giải ngân cho dự án Vilico trong quý 4 vừa qua. BLĐ cho biết dự án sẽ được khởi công vào tháng 3 tới, và sẽ đi vào hoạt động sau 2 năm nữa.

**Biểu đồ 6. Nợ vay/Tổng tài sản của VNM**



Nguồn: VNM, KBSV

**Biểu đồ 7. Lịch sử chi trả cổ tức của VNM**



Nguồn: VNM, KBSV

## Dự phóng Kết quả kinh doanh

### Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2023

Năm 2023, thị trường nội địa tăng trưởng thận trọng 2% chủ yếu từ việc kỳ vọng sản phẩm sữa bột sẽ sức tiêu thụ tốt hơn so với cùng kỳ và giá định VNM sẽ không tăng giá bán trong năm nay do giá nguyên vật liệu đầu vào đã dần hạ nhiệt so với năm 2022. Trong khi đó, thị trường xuất khẩu sẽ vẫn chưa hết khó khăn do chúng tôi cho rằng bất ổn kinh tế tại thị trường Trung Đông khiến sức mua của người tiêu dùng bị ảnh hưởng với mức độ lớn hơn, kéo dài lâu hơn. Theo đó chúng tôi kỳ vọng thị trường xuất khẩu của VNM sẽ tăng trưởng 5% so với mức nền thấp của năm 2022 dựa trên cơ sở sức tiêu thụ sẽ ổn định và tích cực trở lại trong nửa cuối năm 2023. Các công ty con nước ngoài sẽ tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng hai chữ số trong giai đoạn 2023-2027.

Dự kiến năm 2023, DTT của VNM đạt 62,096 tỷ đồng (+3.5% YoY) và LNST đạt 9,368 tỷ đồng (+9.2% YoY) chủ yếu do BLNG được kỳ vọng sẽ cải thiện 1 điểm phần trăm so với năm trước, lên mức 40.85%.

### Năm 2024 kỳ vọng tích cực hơn

Chúng tôi đánh giá triển vọng năm 2024 sẽ tích cực hơn bởi (1) tiếp nối đà hồi phục tiêu dùng từ cuối năm 2023; (2) nhu cầu sử dụng các sản phẩm sữa tại Việt Nam tăng lên khi mức tiêu thụ sữa/ bình quân đầu người tại Việt Nam còn thấp so với các nước trong khu vực. Cho năm 2024, chúng tôi kỳ vọng DTT và LNST của VNM có thể đạt lần lượt 64,439 tỷ đồng (+4% YoY) và 9,942 tỷ đồng (+6.1% YoY).

**Bảng 1. Tóm tắt thay đổi dự phóng**

	Dự phóng mới		Dự phóng cũ		Thay đổi(%)		Đánh giá của KBSV
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	
<b>Doanh thu</b>	62,096	64,439	65,081	68,950	-5%	-7%	Điều chỉnh dự phóng sau khi năm 2022 chưa hoàn thành kế hoạch. Nửa đầu năm 2023, sức mua người tiêu dùng vẫn bị tác động mạnh
<i>Nội địa</i>	51,718	52,758	53,724	55,889	-4%	-6%	
<i>Nước ngoài</i>	10,378	11,681	11,357	13,060	-9%	-11%	Thị trường xuất khẩu vẫn còn những khó khăn trước mắt, các công ty con nước ngoài sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng hai chữ số
<b>Lợi nhuận gộp</b>	25,364	26,654	27,182	29,538	-7%	-10%	BLNG kỳ vọng được cải thiện ở mức 40.85%, thấp hơn kỳ vọng trước đó do VNM vẫn còn nguyên liệu tồn kho giá cao dẫn đến tốc độ hồi phục BLNG chậm hơn dự báo.
Chi phí bán hàng	(13,351)	(13,854)	(14,318)	(18,824)	-7%	-26%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(1,763)	(1,830)	(1,692)	(1,793)	4%	2%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	9,368	9,942	10,105	11,638	-7%	-15%	LNST dự phóng mới cho năm 2023 tăng trưởng 9% trên nền thấp của năm ngoái.

Nguồn: KBSV

## Định giá

**Định giá và khuyến nghị: khuyến nghị NẮM GIỮ, giá mục tiêu 81,200 VNĐ/cp**

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá DCF và P/E (tỷ trọng 50-50 cho mỗi phương pháp) để định giá cổ phiếu VNM. Với phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF, chúng tôi sử dụng WACC = 10.82% sau khi đã điều chỉnh phần bù rủi ro thị trường lên 8.08%. Đối với phương pháp P/E, chúng tôi áp dụng P/E mục tiêu năm 2023 ở mức 20.x – gần với mức trung bình ngành.

Chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ cổ phiếu VNM với giá mục tiêu 81,200 VNĐ/cp, cao hơn 8% so với giá đóng cửa ngày 27/02/2022.

**Bảng 2. Tổng hợp kết quả định giá**

Phương pháp	Tỉ trọng	Kết quả định giá
DCF	50%	73,385
So sánh P/E	50%	89,063
<b>Tổng hợp</b>	<b>100%</b>	<b>81,200</b>

Nguồn: KBSV

**Bảng 3. Các công ty cùng ngành**

Company	Current Market Cap (USD)	P/E
VNM VN Equity	6,557.0	20.6
URC PM Equity	5,503.1	27.3
ICBP IJ Equity	7,676.3	25.1
NESTLE PA Equity	929.9	15.9
151 HK Equity	7,572.3	14.2
ZYWL IN Equity	1,083.9	29.1
ULTJ IJ Equity	1,157.5	7.3
1117 HK Equity	1,272.3	13.3
MONDE PM Equity	3,750.9	35.9
CNPF PM Equity	1,602.8	17.9
FNH MK Equity	2,213.0	20.1
TFMAMA TB Equity	1,907.3	24.0
DNL PM Equity	1,037.5	18.7
INDF IJ Equity	3,766.8	8.4
<b>Median</b>	<b>2,060.1</b>	<b>19.4</b>

Nguồn: Bloomberg, KBSV

## PHỤ LỤC: DỰ PHÒNG KQKD VNM

## Báo cáo Kết quả HĐKD

(Tỷ VND)

	2021A	2022A	2023E	2024E
Doanh thu thuần	60,919	59,956	62,096	64,439
Giá vốn hàng bán	-34,641	-36,059	-36,732	-37,785
<b>Lãi gộp</b>	<b>26,278</b>	<b>23,897</b>	<b>25,364</b>	<b>26,654</b>
Doanh thu tài chính	1,215	1,380	1,415	1,479
Chi phí tài chính	-202	-618	-344	-432
Gồm: Chi phí lãi vay	-89	-166	-92	-167
Lãi/(lỗ) liên doanh	-45	-24	0	0
Chi phí bán hàng	-12,951	-12,548	-13,351	-13,854
Chi phí quản lý DN	-1,567	-1,596	-1,763	-1,830
<b>Lãi/(lỗ) từ HĐ kinh doanh</b>	<b>12,728</b>	<b>10,491</b>	<b>11,321</b>	<b>12,017</b>
Lãi/(lỗ) khác	195	4	104	107
<b>Lãi/(lỗ) trước thuế</b>	<b>12,922</b>	<b>10,496</b>	<b>11,425</b>	<b>12,124</b>
Thuế doanh nghiệp	-2,290	-1,918	-2,056	-2,182
<b>Lãi/(lỗ) thuần sau thuế</b>	<b>10,633</b>	<b>8,578</b>	<b>9,368</b>	<b>9,942</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	100	62	62	62
<b>Lợi nhuận sau CĐTS</b>	<b>10,532</b>	<b>8,516</b>	<b>9,307</b>	<b>9,880</b>

## Chỉ số hoạt động

(%)

	2021A	2022A	2023E	2024E
Tăng trưởng doanh thu	2%	-2%	4%	4%
Tăng trưởng EBIT	-5%	-18%	8%	7%
Tăng trưởng EBITDA	-5%	-16%	7%	6%
Tăng trưởng LN sau CĐTS	-5%	-19%	9%	6%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	43%	40%	41%	41%
Tỷ suất EBITDA	24%	21%	21%	22%
Tỷ suất EBIT	21%	18%	19%	19%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	21%	18%	19%	19%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	17%	14%	15%	15%

## Lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VND)

	2021A	2022A	2023E	2024E
Lãi trước thuế	12,922	10,496	11,425	12,124
Khấu hao TSCĐ	2,367	2,095	1,784	1,802
(Lãi)/lỗ từ HĐ đầu tư	-987	-1,186	-1,186	-1,186
Thay đổi vốn lưu động	-1,293	104	-817	-284
(T)/G phải thu	-517	-288	-55	-297
(T)/G hàng tồn kho	-2,261	851	-1,491	1,130
(T)/G TS ngắn hạn khác	0	0	0	0
(T)/G khoản phải trả	1,484	-386	766	-1,149
(T)/G chi phí trả trước	0	-73	-36	31
(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>9,432</b>	<b>8,827</b>	<b>8,109</b>	<b>9,279</b>
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0
Đầu tư tài sản cố định	-1,531	-1,457	-2,403	-2,365
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư vào công ty con	-23	-43	0	0
Tài sản khác	0	0	0	0
Điều chỉnh khác HĐĐT	-2,379	4,973	2,972	1,113
<b>Lưu chuyển tiền HĐ đầu tư</b>	<b>-3,933</b>	<b>3,473</b>	<b>569</b>	<b>-1,252</b>
Thu các khoản đi vay	9,597	6,258	12	9,941
Trả các khoản đi vay	-7,551	-10,789	0	-8,724
Nợ phải trả khác	0	0	0	0
T/(G) vốn CSH	318	338	0	0
Cổ tức đã trả	-7,621	-8,167	-8,360	-8,360
Điều chỉnh khác HĐTC	0	0	0	0
<b>Lưu chuyển tiền HĐ tài chính</b>	<b>-5,257</b>	<b>-12,360</b>	<b>-8,348</b>	<b>-7,143</b>
<b>Lưu chuyển tiền trong kỳ</b>	<b>241</b>	<b>-60</b>	<b>330</b>	<b>885</b>
Tiền đầu kỳ	2,111	2,349	2,300	2,630
Tiền cuối kỳ	2,349	2,300	2,630	3,515

## Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VND)

	2021A	2022A	2023E	2024E
<b>Tổng tài sản</b>	<b>53,332</b>	<b>48,483</b>	<b>52,498</b>	<b>53,205</b>
Tài sản ngắn hạn	36,110	31,560	35,618	36,668
Tiền & tương đương tiền	2,349	2,300	2,630	3,515
Đầu tư ngắn hạn	21,026	17,415	19,587	20,600
Khoản phải thu	4,368	4,634	4,689	4,986
Hàng tồn kho	6,820	5,560	7,052	5,922
Tài sản ngắn hạn khác	1,547	1,652	1,660	1,646
Tài sản dài hạn	17,222	16,922	16,880	16,536
Khoản phải thu dài hạn	17	38	0	0
Tài sản cố định	11,620	10,860	10,189	8,743
ĐDS đầu tư	60	58	43	25
Tài sản dở dang dài hạn	835	1,471	1,822	2,846
Đầu tư dài hạn	763	766	867	900
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	3,928	3,729	3,960	4,022
<b>Nợ phải trả</b>	<b>17,482</b>	<b>15,666</b>	<b>16,481</b>	<b>16,753</b>
Nợ ngắn hạn	17,068	15,308	16,019	16,287
Phải trả người bán	4,214	4,284	5,050	3,901
KH trả tiền trước	4	4	8	9
Vay ngắn hạn	9,382	4,867	4,867	6,097
Khoản dự trữ đặc biệt	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn khác	3,468	6,153	6,093	6,280
Nợ dài hạn	414	358	462	467
Khoản phải trả dài hạn	0	0	0	0
Vay dài hạn	76	66	88	82
Nợ dài hạn khác	338	292	374	385
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>33,083</b>	<b>29,849</b>	<b>33,050</b>	<b>33,484</b>
Vốn góp	20,900	20,900	20,900	20,900
Thặng dư vốn cổ phần	34	34	34	34
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lãi chưa phân phối	7,594	3,353	5,648	5,021
Vốn và quỹ khác	4,555	5,469	6,469	7,529
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,767	2,967	2,967	2,967
<b>Tổng nợ &amp; vốn</b>	<b>53,332</b>	<b>48,483</b>	<b>52,498</b>	<b>53,205</b>

## Chỉ số chính

(x, %, VND)

	2021A	2022A	2023E	2024E
<b>Chỉ số định giá</b>				
P/E	24.1	23.8	17.0	16.0
P/E pha loãng	24.1	23.8	17.0	16.0
P/B	6.3	5.5	4.4	4.3
P/S	3.1	3.0	2.5	2.5
EV/EBITDA	14	19	18	17
EV/EBIT	16	23	21	20
Lãi cơ bản/cp (EPS)	4,517	3,632	4,453	4,728
Cổ tức/cp (DPS)	4,376	3,908	4,001	4,001
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	45%	40%	40%	40%
<b>Chỉ số khả năng sinh lời</b>				
ROE	32%	27%	30%	30%
ROA	20%	17%	19%	19%
ROIC	25%	25%	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	2.1	2.1	2.2	2.3
TS khả năng trả lãi vay	146.5	64.2	125.3	73.6
<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Hệ số vòng quay tài sản	1.3	1.2	1.2	1.2
Hệ số vòng quay phải thu	14	13	13	13
Hệ số vòng quay HTK	5.6	5.8	5.8	5.8
Hệ số vòng quay phải trả	9.8	8.2	8.2	8.2



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

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

### Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu – Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp  
hieudd@kbsec.com.vn

### Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên phân tích cao cấp  
tungna@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy – Chuyên viên phân tích  
huynd1@kbsec.com.vn

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

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

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích  
Nguyennd1@kbsec.com.vn

### Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

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

### Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

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

### Dầu khí & Tiện ích

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

Khối Phân tích  
research@kbsec.com.vn

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

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

### Vĩ mô & Ngân hàng

Lê Hạnh Quyên – Chuyên viên phân tích  
quyenlh@kbsec.com.vn

### Chiến lược đầu tư, Hóa chất

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

### Chiến lược đầu tư, Thủy sản & Dệt may

Trần Thị Phương Anh – Chuyên viên phân tích  
anhhttp@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ  
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ  
huongnt3@kbsec.com.vn

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 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.