

## Tổng CTCP Sữa Việt Nam

- Trong Q2/23, VNM ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng lần lượt 1.7% và 6.0% so với cùng kỳ
- Dự báo doanh thu năm 2023 tăng 5.9% svck nhờ vào sự phục hồi mạnh mẽ của tiêu dùng nội địa và xuất khẩu, chi phí nguyên vật liệu giảm 5%/tấn giúp cho biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 42.0%.
- Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** với giá mục tiêu 83,000 đồng/cp.

### KQKD Q2/23: LNST tăng 6.0% so với cùng kỳ

Q2/2023, mặc dù doanh thu tiếp tục duy trì sự ổn định (+1.7% svck) nhưng LNST đã có tín hiệu tích cực đầu tiên, đạt 2,229 tỷ đồng, ghi nhận tăng 6.0% so với cùng kỳ, chấm dứt chuỗi tăng trưởng âm kể từ Q1/2021. Biên lợi nhuận gộp tăng trở lại mức 40.5% (+ 170 điểm cơ bản so với quý liền trước). Trong đó, mảng kinh doanh chính là doanh thu nội địa tăng nhẹ 2.6% so với cùng kỳ, biên lợi nhuận gộp đạt 41.3%, doanh thu xuất khẩu giảm nhẹ so với cùng kỳ, đạt 2,406 tỷ đồng.

### Dự báo doanh thu năm 2023/24 tăng 5.9%/5.6% so với cùng kỳ

Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2023/24 dựa vào các yếu tố: tăng tiêu thụ nội địa năm 2023 lên 3.8% nhờ vào (1) Chương trình tái định vị thương hiệu nhanh hơn kỳ vọng ban đầu là đầu năm 2024 (2) Thu nhập người lao động khối Nhà Nước tăng 20.8% - cao nhất từ năm 2013 đến nay (3) VNM tăng mạnh chi phí bán hàng 8.8% svck, đẩy mạnh công tác marketing nội địa. Ngoài ra, biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện lên 41.4% trong năm 2023 nhờ vào kỳ vọng giá nguyên vật liệu giảm 5%/tấn trong bối cảnh giá sữa nguyên vật liệu quốc tế đang có đà giảm.

### Khuyến nghị **NĂM GIỮ** với giá mục tiêu của VNM là **83,000 đồng/cổ phiếu**

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF dựa trên các luận điểm chính: (1) Doanh thu nội địa và xuất khẩu tăng 3.9%/16.7% svck nhờ vào sự phục hồi của tiêu thụ nội địa và các hợp đồng xuất khẩu mới của VNM (2) Biên EBITDA năm 23/24 cải thiện 16.7%/18.5% svck nhờ vào kỳ vọng chi phí nguyên vật liệu giảm 5%/tấn svck. Các rủi ro chính đối với khuyến nghị bao gồm: cầu tiêu thụ phục hồi chậm hơn kỳ vọng, chi phí quảng cáo nhiều hơn dự kiến, giá nguyên vật liệu giảm ít hơn dự báo.

Chỉ tiêu tài chính	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	60,919	59,956	63,484	67,014
Lợi nhuận ròng	10,633	8,578	9,030	10,504
Tăng trưởng doanh thu thuần	2.2%	-1.6%	5.9%	5.6%
Tăng trưởng LN ròng	-5.4%	-19.3%	5.3%	16.3%
Biên LN gộp	43.1%	39.9%	41.0%	42.2%
Biên EBITDA	22.8%	19.8%	19.4%	21.2%
ROAE	26.5%	25.4%	16.2%	17.4%
ROAA	20.1%	20.2%	13.6%	13.8%
EPS (VND/cổ phiếu)	598	622	410	453
BVPS (VND/cổ phiếu)	2,355	2,534	2,531	2,670

Nguồn: BCTC VNM, MBS Research dự phóng và tổng hợp

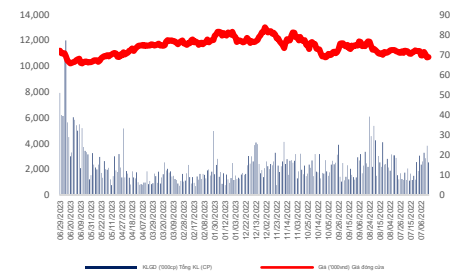
### NĂM GIỮ

Giá mục tiêu VND83,000  
Tiềm năng tăng giá 6.4%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

N/A

### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinX, MBS Research

Giá thị trường (VND)	78,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	83,507
Thấp nhất 52 tuần (VND)	65,550
Vốn hóa (tỷ VND)	150,267
P/E (TTM)	18.9
P/B	4.44
Thị suất cổ tức (%)	4.94
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	53.93

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Cơ cấu sở hữu (%)

Tổng CTĐT và KD vốn nhà nước – Công ty TNHH F&N Dairy Investments Private Limited	36
Platinum Victory Private Limited	18

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Chuyên viên phân tích

**Nguyễn Quỳnh Ly**

Ly.quynhnguyen@mbs.com.vn

## Tổng CTCP Sữa Việt Nam

### KQKD Quý 2/23: LNST tăng 6.0% svck, biên LN gộp khởi sắc

Hình 1: So sánh các kết quả Q2/2023 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	Q2/2023	6T2023	Tăng trưởng YoY (%)	Tăng trưởng QoQ (%)	Đánh giá
Doanh thu thuần	15,195	29,113	1.8%	9.2%	
- Nội địa	12,789	24,279	2.6%	11.3%	Doanh thu nội địa tăng nhẹ cho thấy lực cầu tiêu thụ trong nước đã có sự phục hồi so với đầu năm.
- Xuất khẩu	2,406	4,834	-2.2%	-0.9%	Doanh thu xuất khẩu giảm chủ yếu từ việc xuất khẩu trực tiếp không đạt sức tiêu thụ như kỳ vọng, giảm 10.2% so với cùng kỳ.
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>40.50%</b>	<b>39.70%</b>			Biên lợi nhuận gộp cải thiện trở lại nhờ vào (1) giá nguyên vật liệu nhập khẩu giảm (2) Việc điều chỉnh giá bán
- Nội địa	41.30%	40.40%			
- Xuất khẩu	36.20%	36.10%			
<b>Chi phí bán hàng và QLDN</b>	<b>3,630</b>	<b>6,961</b>	<b>-1.7%</b>	<b>8.9%</b>	(1) Chi phí vận chuyển quốc tế đã giảm mạnh kể từ nửa cuối năm 2022 (2) Hiệu quả cao về việc quản lý chi phí quảng cáo trong bối cảnh VNM phải đẩy mạnh quảng cáo để kích thích tiêu dùng và tăng độ phủ sóng về hình ảnh mới của VNM
% chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/Doanh thu	23.89%	23.91%			
Chi phí tài chính	115	274	-14.8%	-27.2%	Chi phí tài chính tuy giảm nhưng so với cùng kỳ, chi phí lãi vay tăng mạnh 63.9%, đạt mức 95 tỷ đồng do môi trường lãi suất cao hơn cùng kỳ.
LNTT	2,727	5,040	5.8%	17.9%	
LNST	2,229	4,315	6.0%	16.9%	

Nguồn: BCTC VNM, MBS Research

**Doanh thu nội địa** (chiếm hơn 84.2% tổng doanh thu Q2/23), đạt 12,789 tỷ đồng (+2.6% svck) trong đó doanh thu công ty mẹ tăng 3.8% svck cho thấy sức tiêu thụ của người tiêu dùng đã có sự khởi sắc, dần phục hồi trở lại (2) hiệu quả trong việc tối ưu hệ thống, ghi nhận kênh thương mại điện tử & cửa hàng tăng trưởng 16% so với cùng kỳ. Tuy nhiên doanh thu của MCM có sự giảm nhẹ (-5.8% svck) do ảnh hưởng sức mua yếu tại khu vực miền núi miền Bắc.

**Doanh thu xuất khẩu**, doanh thu xuất khẩu trực tiếp ghi nhận giảm 10.2% so với cùng kỳ cho thấy sức tiêu thụ của các thị trường xuất khẩu chưa ổn định. Các chi nhánh con nước ngoài ghi nhận tăng trưởng ổn định 8.7% với Angkormilk (Campuchia) vẫn duy trì tăng trưởng trên 10%, VNM cho biết Driftwood đã quay trở lại mức tăng trưởng bình thường. Tuy nhiên chúng tôi

đánh giá đã phục hồi chưa thật sự mạnh mẽ trong bối cảnh các thị trường nước ngoài vẫn đang tiếp tục chịu sức tiêu dùng yếu.

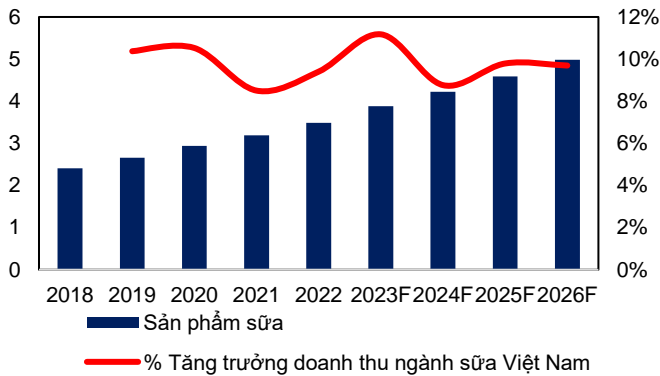
## Triển vọng kinh doanh 2023 - 2024

**Chúng tôi dự báo doanh thu nội địa tăng 3.9% svck đạt trên 52.000 tỷ đồng trong năm 2023**

Cầu tiêu dùng phục hồi nhờ vào mức tăng lương cơ sở mới và hỗ trợ thuế VAT theo Nghị định 44/2023/NĐ-CP

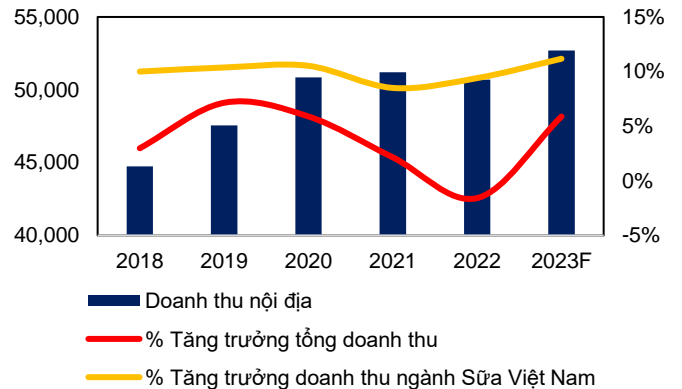
- (1) Theo số liệu của Statista, thị trường sữa Việt Nam vẫn có tiềm năng tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép 11.1%/năm trong giai đoạn 2018-2026
- (2) Nghị định 44/2023/NĐ-CP của Quốc hội cho phép các sản phẩm tiêu dùng của VNM được hưởng mức VAT 8% cho đến hết tháng 6. Chúng tôi kỳ vọng giảm VAT là yếu tố thúc đẩy tiêu thụ trong nước, tăng tổng cầu, từ đó VNM tăng sản lượng sản xuất để đáp ứng đủ nhu cầu, giúp doanh thu nội địa tăng 3.3% so với cùng kỳ. Về mặt dài hạn, sản xuất kinh doanh tăng giúp cho GDP tăng trưởng – yếu tố có lợi cho VNM.
- (3) Thu nhập người lao động trong khối Nhà Nước tăng 20,8% lương cơ sở - kỳ tăng lương lớn nhất từ trước đến nay kể từ tháng 6/2013.

Hình 2: Dự báo thị trường sữa Việt Nam 2023-2024 (tỷ USD)



Nguồn: Statista, MBS Research

Hình 3: Doanh thu nội địa (tỷ đồng) và tăng trưởng tổng doanh thu VNM trong giai đoạn 2018-23F



Nguồn: BCTC VNM, Statista, MBS Research

*Vinamilk đã thực hiện chiến dịch thay đổi Thương hiệu nhằm “làm mới mình” trong bối cảnh cạnh tranh thị phần gay gắt*

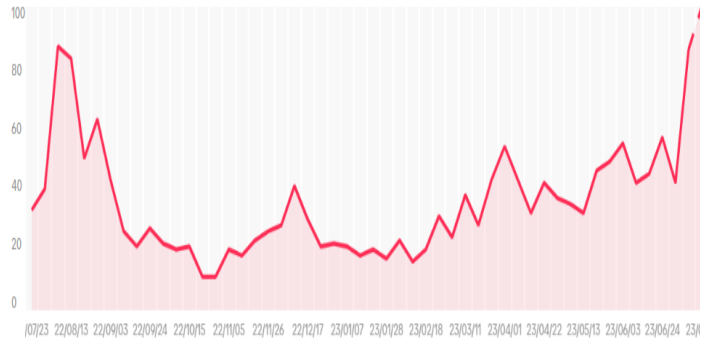
Ngày 6/7, VNM đã công bố chiến dịch nhận diện thương hiệu mới, thay đổi toàn bộ logo, phong chữ và màu sắc chủ đạo, đánh dấu bước chuyển mình sau gần 5 thập kỷ. Đây thực sự là một bước ngoặt của VNM, thực hiện tăng phủ sóng thương hiệu bằng gam màu xanh đặc trưng – hướng đến hình ảnh mới: (1) VNM trở nên nổi bật và khác biệt với cách tạo hình ảnh hiện tại của các doanh nghiệp cùng ngành (2) Khẳng định VNM là doanh nghiệp sữa Việt Nam, vươn tầm quốc tế (3) Hình ảnh trẻ trung, táo bạo để phù hợp với người tiêu dùng mới. Chúng tôi cho rằng bước đầu, chiến lược thay đổi Thương hiệu đang có nhiều tín hiệu tích cực khi ghi nhận mức độ quan tâm tăng mạnh trên các mạng xã hội phổ biến ở Việt Nam: Facebook, Tiktok, Instagram.

Hình 4: Phong cách tối giản, vượt tầm thế giới của VNM



Nguồn: VNM, MBS Research tổng hợp

Hình 5: Mức độ quan tâm của từ khóa “Vinamilk” trên mạng xã hội Tiktok tăng mạnh kể từ ngày VNM công bố hình ảnh mới



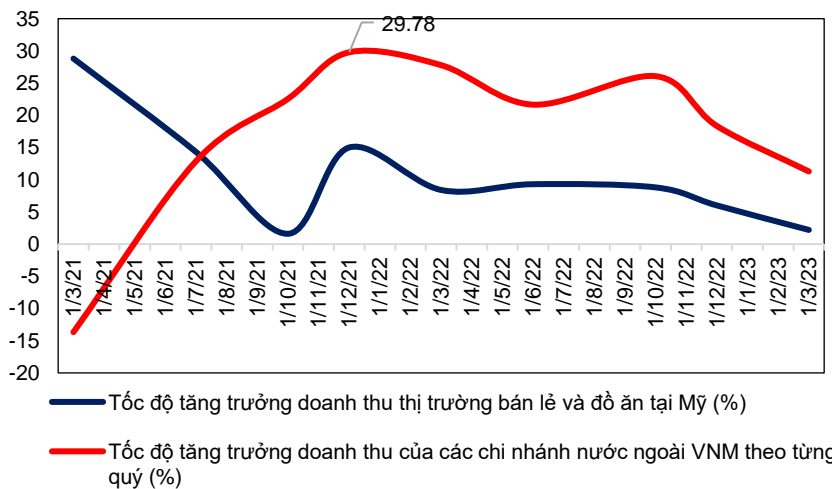
Nguồn: Tiktok Discovery, MBS Research tổng hợp

**Doanh thu xuất khẩu 2023 dự báo tăng 16.7% svck nhờ vào sự phục hồi của tiêu dùng tại các chi nhánh nước ngoài và xuất khẩu trực tiếp.**

Doanh thu xuất khẩu tăng trưởng 16.7% nhờ vào các dự báo:

- (1) Doanh thu các chi nhánh con nước ngoài tăng trưởng 16.7%/8.7% năm 2023/24 nhờ vào tiềm năng phục hồi của sức tiêu dùng tại thị trường quốc tế tương tự giai đoạn trước Covid-19
- (2) Xuất khẩu trực tiếp hồi phục trung bình 17%/năm từ mức nền thấp của năm 2022 nhờ vào (1) Các hợp đồng ký kết với tổng giá trị 100 triệu USD, thúc đẩy xuất khẩu sản phẩm sang thị trường Châu Á (2) Thị trường Trung Đông chiếm khoảng 85% doanh thu xuất khẩu của VNM. Chính vì thế, ngày 13/07/2023, việc Bộ Tài chính Israel đã ký lệnh bãi bỏ mức thuế nhập khẩu 40% đối với các loại sản phẩm sữa trong thời hạn 3 tháng, kéo dài từ nay cho đến ngày 09/10/2023 cũng là yếu tố có lợi cho mảng xuất khẩu trực tiếp của VNM.

Hình 6: Sự tương quan giữa tăng trưởng doanh thu của các chi nhánh con VNM và tốc độ tăng trưởng doanh thu bán lẻ và đồ ăn tại Mỹ



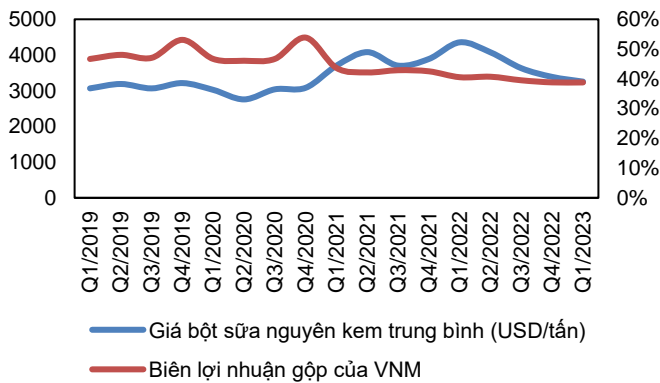
Nguồn: VNM, Bloomberg, MBS Research

**Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp năm 2023 sẽ cải thiện nhiều hơn nhờ vào việc ổn định chi phí nguyên vật liệu**

Trung bình giá sữa bột nguyên kem thế giới năm 2022 là khoảng 3800 USD/tấn, tương đương với năm 2021 và đang có chiều hướng giảm dần tại Q4/2023. Mà bên trong chi phí kinh doanh theo yếu tố, chi phí nguyên vật liệu năm 2022 vẫn tăng, nhưng không mạnh mẽ như năm 2021. Chúng tôi nhận thấy VNM đã có chiều hướng sử dụng nhiều nguyên vật liệu tự cung nhiều hơn và giảm nguồn cung cấp từ nước ngoài.

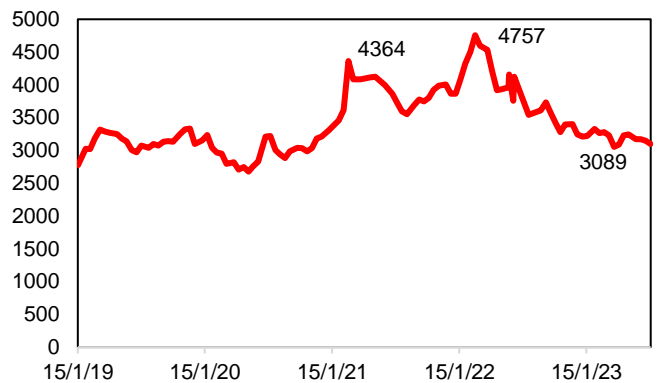
Bên cạnh đấy, chi phí thu mua sữa tươi nguyên liệu từ nông dân cũng tăng 7% so với năm 2021 nên biên lợi nhuận gộp giảm xuống chỉ còn 39%. Chúng tôi kỳ vọng chi phí nguyên vật liệu sẽ giảm xuống trung bình 3500 USD/tấn, tương đương giảm 5% so với cùng kỳ sẽ giúp cho biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 39.9% lên thành 41.0%/42.2% vào năm 23/24.

Hình 7: Ảnh hưởng của giá nguyên vật liệu thế giới (USD/tấn) đến biên LN gộp của VNM



Nguồn: VNM, GDT, MBS Research

Hình 8: Giá bột sữa nguyên kem thế giới trung bình (USD/tấn)



Nguồn:GDT, MBS Research

**Dự báo KQKD giai đoạn 2023 – 2024**

Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh năm 2023 ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt trên 63,000 tỷ đồng và 8,900 tỷ đồng, tăng 5.9%/5.3% so với cùng kỳ dựa vào các giả định trong bảng dưới đây:

Hình 9: Dự báo kết quả kinh doanh 2023/24

Các chỉ tiêu KQKD	2023F	2024F	2023 %svck	2024 %svck	Đánh giá
Doanh thu	63,484	67,014	5.9%	5.6%	
- Nội địa	52,692,063	55,286,671	3.9%	4.9%	Kích cầu tiêu dùng nhờ vào (1) Vĩ mô ổn định trở lại (2) VAT 8% (3) Tăng lương cơ sở 20% (3) Chương trình tái thương hiệu, phủ sóng nhận diện mới của VNM từ đầu tháng 7/2023
- Xuất khẩu	10,792,350	11,727,476	16.7%	8.7%	Doanh thu xuất khẩu tăng 16.7% khi thị trường Trung Đông và Châu Á là trọng điểm của xuất khẩu trực tiếp, nhờ vào mục tiêu hơn 200 triệu USD hợp đồng xuất khẩu trong năm 2023 (trong đó VNM đã ký được tổng giá trị hợp đồng là 100 triệu USD cho nửa đầu năm 2023)
Biên LN gộp					
Nội địa	41.5%	42.5%			Biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ nhờ vào việc giá nguyên vật liệu giảm trung bình 5%/năm và tăng nhẹ chi phí quảng cáo trong các chương trình khuyến mãi, giảm giá khoảng 3%/năm
Xuất khẩu	38.0%	39.5%			Biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ do giá nguyên vật liệu và giá cước vận chuyển đều xuống nền thấp hơn so với năm 2022
Chi phí quản trị DN & bán hàng	15,427	15,882			
% Chi phí quản trị DN & bán hàng/Doanh thu	24.3%	23.7%			Tăng tỷ trọng chi phí quảng cáo, trưng bày sản phẩm để (1) Giới thiệu sản phẩm mới (2) Kích thích tiêu dùng ở các điểm trưng bày sản phẩm (2) Tăng tốc phủ sóng nhận diện mới trên các phương diện truyền thông
Chi phí tài chính	606,458	580,519	-1.8%	-4.3%	Chi phí tài chính giảm do nền lãi suất có xu hướng giảm
LNTT	11,049	12,852	5.3%	16.3%	
Thuế TNDN	(2,019)	(2,349)			
LNST	9,030	10,504	5.3%	16.3%	
LNST của công ty mẹ	8,928	10,397	4.8%	16.4%	LNST năm 2023 có tăng trưởng do đã giảm được gánh nặng về chi phí nguyên vật liệu giá cao, sau đó giá NVL duy trì nền thấp, kết hợp với duy trì chi phí quảng cáo, truyền thông như năm 2023 để đẩy mạnh tăng trưởng LNST vào năm 2024.

## Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** với giá mục tiêu của VNM là 83,000 đồng/cổ phiếu (Tiềm năng tăng giá 6.4%, thị suất cổ tức 3.6%), sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền dựa trên các luận điểm chính:

- Doanh thu nội địa VNM tăng trở lại nhờ vào cầu tiêu thụ phục hồi kể từ Q3/2023 và lương cơ sở của khối Nhà Nước tăng 20.8% kể từ tháng 7/2023
- Doanh thu quốc tế tăng trưởng 17% nhờ vào việc kí kết các hợp đồng mới và hoạt động truyền thông tại các hội chợ quốc tế mở rộng mạnh mẽ bởi VNM
- Biên lợi nhuận gộp cải thiện lên mức 42.0% khi chi phí nguyên vật liệu quốc tế giảm từ nền cao của năm 2022, giá bột sữa nguyên kem nhập khẩu kỳ vọng giảm 5%/tấn.

## Định giá

Hình 10: Định giá theo FCFF

Giá trị hiện tại giai đoạn 2023E-2027E	tỷ đồng	45,257
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	tỷ đồng	108,716
Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	19,714
Nợ vay ngắn và dài hạn	tỷ đồng	4,933
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>153,973</b>
Số lượng cổ phiếu	triệu cp	2,089
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Nghìn đồng</b>	<b>83,000</b>

Nguồn: MBS Research

Hình 11: Tóm tắt các yếu tố giá định của WACC

### Phương pháp

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>83,000</b>
Chi phí vốn	11.63%
WACC	10.0%
Tăng trưởng dài hạn	2.0%

Hình 12: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã Bloomberg	P/E (lần)		P/B (lần)		ROA%		ROE (%)	
		TTM	2022	hiện tại	2022	TTM	2022	TTM	2022
Meiji Holding Co Ltd	2269 JP Equity	12.8	12.1	1.3	1.3	6.2	8.0	10.0	11.5
Tata Steel	A2M AU Equity	30.2	40.1	3.4	4.5	8.3	8.3	11.8	11.8
China Mengniu Dairy Co Ltd	2319 HK Equity	19.8	23.3	2.6	3.1	4.9	4.9	13.8	13.8
Trung bình		20.9	25.2	2.4	3.0	6.5	7.1	11.9	12.4
CTCP Sữa Việt Nam	VNM VN	20.5	21.5	4.8	4.9	15.9	15.9	22.7	22.7

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

## Rủi ro đầu tư

- Cầu tiêu dùng phục hồi chậm.
- Chi nhiều chi phí quảng cáo, trưng bày sản phẩm hơn dự báo để giữ vững thị phần trong nước trong bối cảnh cạnh tranh cao.
- Giá nguyên vật liệu quốc tế giảm ít hơn kỳ vọng.
- Chi phí vận chuyển quốc tế tăng cao

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HKKD	31/12/21	31/12/22	31/12/23	31/12/24
Doanh thu thuần	60,919	59,956	63,484	67,014
Giá vốn hàng bán	(34,641)	(36,059)	(37,424)	(38,757)
Lợi nhuận gộp	26,278	23,897	26,060	28,257
Chi phí quản lý DN	(1,567)	(1,596)	(1,778)	(1,876)
Chi phí bán hàng	(12,951)	(12,548)	(13,649)	(14,006)
LN từ HKKD	11,760	9,753	10,633	12,375
EBITDA thuần	13,882	11,849	12,308	14,189
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>11,760</b>	<b>9,753</b>	<b>10,633</b>	<b>12,375</b>
Thu nhập lãi	1,215	1,380	1,042	1,078
Chi phí tài chính	(202)	(618)	(606)	(581)
Thu nhập ròng khác	195	4	5	5
TN từ các Cty LK & LD	(45)	(24)	(24)	(24)
<b>LN trước thuế</b>	<b>12,922</b>	<b>10,496</b>	<b>11,049</b>	<b>12,852</b>
Thuế TNDN	(2,290)	(1,918)	(2,019)	(2,349)
Lợi nhuận sau thuế	10,633	8,578	9,030	10,504
Lợi ích cổ đông thiểu số	(100)	(62)	(102)	(107)
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>10,532</b>	<b>8,516</b>	<b>8,928</b>	<b>10,397</b>
Chi trả cổ tức	(7,621)	(8,167)	(6,772)	(7,878)
Lợi nhuận giữ lại	2,912	349	2,156	2,519
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>31/12/21</b>	<b>31/12/22</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>
Tiền và tương đương tiền	2,349	2,300	2,262	2,249
Đầu tư ngắn hạn	21,026	17,414	16,655	17,581
Phải thu khách hàng	4,368	4,634	4,634	4,891
Hàng tồn kho	6,773	5,538	6,373	6,112
Tổng tài sản ngắn hạn	36,110	31,560	31,570	32,668
Tài sản cố định	11,620	10,860	10,631	9,795
Xây dựng cơ bản dở dang	1,130	1,805	1,805	1,805
BDS đầu tư	60	58	55	53
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-
Đầu tư vào công ty LD,LK	661	664	664	664
Các khoản đầu tư dài hạn khác	2,665	2,492	2,492	2,492
Tổng tài sản dài hạn	17,222	16,922	16,855	16,025
<b>Tổng tài sản</b>	<b>53,332</b>	<b>48,483</b>	<b>48,425</b>	<b>48,693</b>
Vay & nợ ngắn hạn	9,382	4,867	7,117	8,338
Phải trả người bán	4,214	4,284	5,052	4,342
Phải trả ngắn hạn khác	1,284	4,087	3,298	2,895
Tổng nợ ngắn hạn	17,068	15,308	17,881	17,799
Vay & nợ dài hạn	76	66	33	-
Các khoản phải trả khác	338	292	292	292
Tổng Nợ dài hạn	414	358	325	292
<b>Tổng nợ</b>	<b>17,482</b>	<b>15,666</b>	<b>18,206</b>	<b>18,091</b>
Vốn điều lệ	20,900	20,900	20,900	20,900
Thặng dư vốn cổ phần	237	329	329	329
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
LN giữ lại	7,594	3,353	3,724	4,163
Các quỹ thuộc VCSH	4,352	5,267	2,839	2,647
Vốn chủ sở hữu	33,083	29,849	27,792	28,039
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,767	2,967	2,428	2,562
Tổng vốn chủ sở hữu	35,850	32,817	30,219	30,602
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>53,332</b>	<b>48,483</b>	<b>48,425</b>	<b>48,693</b>

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	31/12/21	31/12/22	31/12/23	31/12/24
LN trước thuế	12,922	10,496	11,049	12,852
Khấu hao	2,121	2,095	1,674	1,814
Thuế đã nộp	(2,290)	(1,918)	(2,019)	(2,349)
Các khoản điều chỉnh khác	(1,962)	(1,892)	-	-
Thay đổi VLD	(1,360)	47	(478)	(1,574)
<b>LCTT từ HKKD</b>	<b>9,432</b>	<b>8,827</b>	<b>10,226</b>	<b>10,745</b>
Đầu tư TSCĐ	(1,531)	(1,457)	(1,607)	(984)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	134	137	-	-
<b>LCTT từ đầu tư</b>	<b>(3,933)</b>	<b>3,473</b>	<b>(5,169)</b>	<b>(4,203)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	318	338	-	-
Tiền vay ròng nhận được	2,046	(4,531)	2,217	1,188
Dòng tiền từ HĐTC khác	(4)	12	(540)	135
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(7,621)	(8,167)	(6,772)	(7,878)
<b>LCTT từ hoạt động TC</b>	<b>(5,261)</b>	<b>(12,349)</b>	<b>(5,096)</b>	<b>(6,554)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,111	2,349	2,300	2,262
LC tiền thuần trong năm	237	(49)	(38)	(13)
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>2,349</b>	<b>2,300</b>	<b>2,262</b>	<b>2,249</b>
<b>Các chỉ số cơ bản</b>	<b>31/12/21</b>	<b>31/12/22</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>
Tăng trưởng doanh thu thuần	-	-1.6%	5.9%	5.6%
Tăng trưởng EBITDA	-	-14.6%	3.9%	15.3%
Tăng trưởng LN từ HKKD	-	82.9%	109.0%	116.4%
Tăng trưởng LN trước thuế	-	-18.8%	5.3%	16.3%
Tăng trưởng LN ròng	-	-19.1%	4.8%	16.4%
Tăng trưởng EPS	-	-19.1%	4.8%	16.4%
Biên LN gộp	43.1%	39.9%	41.0%	42.2%
Biên EBITDA	24.8%	21.3%	20.5%	22.3%
Biên LN ròng	17.3%	14.2%	14.1%	15.5%
ROAE	0.0%	27.1%	31.0%	37.2%
ROAA	-	16.7%	18.4%	21.4%
ROIC	23.2%	22.6%	23.9%	26.7%
Vòng quay tài sản	-	1.2	1.3	1.4
Cổ tức chi trả/LN ròng	72.4%	95.9%	75.9%	75.8%
Tổng nợ vay/VCSH	26.4%	15.0%	23.7%	27.2%
Nợ vay ròng/VCSH	19.8%	8.0%	16.2%	19.9%
Nợ vay ròng/Tổng tài sản	13.3%	5.4%	10.1%	12.5%
Khả năng thanh toán lãi vay	132.4	58.7	39.4	45.8
Số ngày phải thu	26.2	28.2	26.6	26.6
Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	71.4	56.1	62.2	57.6
Số ngày phải trả tiền bán	44.4	43.4	49.3	40.9
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.1	2.1	1.8	1.8
Khả năng thanh toán nhanh	1.7	1.7	1.4	1.5
Khả năng thanh toán tiền mặt	1.4	1.3	1.1	1.1
<b>Định giá</b>				
EPS	5,040	4,075	4,272	4,975
BVPS	15,830	14,282	13,298	13,416
P/E	14.3	17.7	16.9	14.5
P/B	4.5	5.0	5.4	5.4

Nguồn: BCTC VNM, MBS Research



## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

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

## KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CPCK MB

*Trần Thị Khánh Hiền*

**Giám đốc Khối Nghiên cứu**

*Hoàng Công Tuấn*

**Trưởng phòng**

**Vĩ mô & Chiến lược thị trường**

*Lê Minh Anh*

*Lê Ngọc Hưng*

**Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính**

*Đinh Công Luyến*

*Đỗ Lan Phương*

**Bất động sản**

*Nguyễn Minh Đức*

*Lê Hải Thành*

**Dịch vụ - Tiêu dùng**

*Nguyễn Quỳnh Ly*

**Công nghiệp – Năng Lượng**

*Phạm Thị Thanh Huyền*