

05/09/2023

 Chuyên viên phân tích Nguyễn Trường Giang  
 Giangnt1@kbsec.com.vn

**KQKD 2Q2023 chấm dứt chuỗi 9 quý tăng trưởng lợi nhuận âm dù gặp khó khăn toàn ngành**

**Thị trường nội địa có tín hiệu khả quan, tái định vị thương hiệu kì vọng giúp chiếm lại thị phần**

**Thị trường nước ngoài chững lại do kinh tế toàn cầu giảm tốc**

**Khuyến nghị: NĂM GIỮ - Giá mục tiêu 84,000 VND**

Kết thúc 2Q2023, VNM đạt doanh thu thuần 15,195 tỷ đồng tăng nhẹ 1,8% yoy do nền kinh tế gặp khó khăn, sức mua vẫn còn khá yếu. Biên lợi nhuận gộp đạt 40.5% tăng 1.7 điểm phần trăm QoQ do áp lực từ giá các nguyên vật liệu nhập khẩu hạ nhiệt và một phần từ việc tăng nhẹ giá bán. LNST đạt 2,229 tỷ đồng tăng 6% yoy, chấm dứt chuỗi 9 quý liên tiếp tăng trưởng lợi nhuận âm kể từ Q1/2021.

Thị trường nội địa tiếp tục khó khăn khi ngành sữa tăng trưởng rất chậm trong khi có nhiều đối thủ cạnh tranh. Tuy nhiên VNM cũng đã chiếm được thị phần ở một số mảng kinh doanh, một vài mảng là động lực tăng trưởng trong thời gian tới như sữa đặc, sữa chua đều có kết quả khả quan. KQKD của MCM giảm nhẹ do sức mua yếu tại khu vực miền núi phía Bắc. Ngoài ra, VNM cũng thực hiện chiến dịch tái định vị thương hiệu kì vọng giúp chiếm lại thị phần và tăng trưởng tại thị trường xuất khẩu.

Tổng doanh thu nước ngoài đạt 2,406 tỷ đồng (-2.2% yoy). Thị trường xuất khẩu đạt 1,270 tỷ đồng (-10% yoy) do sức mua tại các thị trường xuất khẩu vẫn còn khá yếu do áp lực lạm phát toàn cầu. Tại chi nhánh nước ngoài doanh thu đạt 1,136 tỷ đồng (+9%), AngkorMilk tiếp tục duy trì tăng trưởng ổn định, Driftwood đang bắt đầu trở lại tăng trưởng bình thường.

Chúng tôi dự phóng KQKD năm 2023 của VNM với doanh thu thuần đạt 63,205 tỷ đồng (+5.4% yoy), LNST đạt 9,321 tỷ đồng (+8.7% yoy). Chúng tôi đưa ra khuyến nghị NĂM GIỮ đối với cổ phiếu VNM với giá mục tiêu 84,000 VND/cổ phiếu.

## NĂM GIỮ DUY TRÌ

**Giá mục tiêu 84,000 VND**

Tăng/giảm (%)	5%
Giá hiện tại (5/9/2023)	80,100VND
Giá mục tiêu đồng thuận	82,147VND
Vốn hóa (nghìn tỷ VND/tỷ USD)	165.8/6.9

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	42.3%
GDTB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	323.5/13.5
Sở hữu nước ngoài	55.7%
Cổ đông lớn	SCIC (36%)

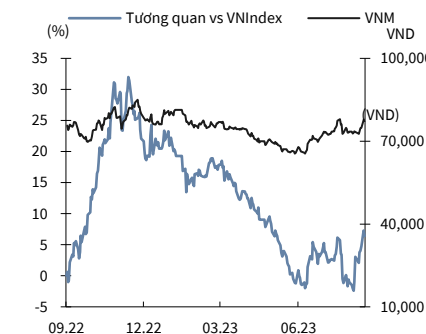
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	2	18	1	3
Tương đối	3	9	-14	6

### Dự phóng KQKD & định giá

	2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	60,919	59,956	63,205	68,630
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	11,760	9,753	10,388	12,059
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	10,633	8,578	9,321	10,694
EPS (nghìn VND)	4,517	3,632	4,412	5,075
Tăng trưởng EPS (%)	-5%	-20%	21%	15%
P/E (x)	14.7	18.3	15.1	13.1
P/B (x)	3.9	4.2	4.1	3.8
ROE (%)	32%	27%	31%	34%
Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%)	4.5%	6.7%	5.2%	5.2%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



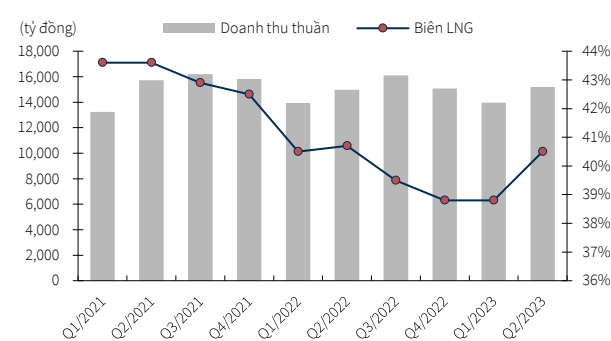
Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Kết quả kinh doanh

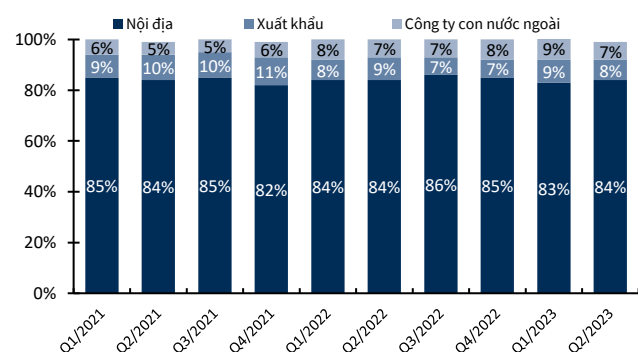
**Bảng 1. Cập nhật KQKD**

(tỷ đồng)	2Q2022	2Q2023	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	14,930	15,195	1.8%	Doanh thu đi ngang do sức mua chưa thể phục hồi ở cả thị trường trong nước và nước ngoài
Nội địa	12,471	12,789	2.5%	Do tình hình vĩ mô trong nước kém khả quan, tăng trưởng ngành sữa rất chậm, công ty mẹ VNM tăng trưởng nhờ động lực từ ngành sữa đặc và sữa chua, tối ưu kênh phân phối, thị phần công ty đã cải thiện trong quý này và kỳ vọng sẽ tiếp tục gia tăng. Công ty con MCM tăng trưởng âm do sức mua khu vực miền núi phía Bắc giảm sút
Xuất khẩu	1,415	1,270	-10.2%	Doanh thu xuất khẩu giảm do sức mua tại các thị trường xuất khẩu chưa thể hồi phục sớm, kỳ vọng xuất khẩu sữa đặc vào thị trường Trung Quốc trong 2H2023
Chi nhánh nước ngoài	1,045	1,136	8.7%	Các chi nhánh nước ngoài tiếp tục hoạt động hiệu quả, cụ thể AngkorMilk vẫn duy trì tăng trưởng trên 10% và tăng trưởng của Driftwood đã quay trở lại mức bình thường
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>6,077</b>	<b>6,150</b>	<b>1.2%</b>	
Biên lợi nhuận gộp	40.7%	40.5%	-0.5%	Biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh so với quý trước (tăng 1.7 điểm phần trăm từ mức 38.8%) và gần ngang bằng so với cùng kỳ, sự phục hồi này phần lớn đến từ sự điều chỉnh của giá nguyên liệu nhập khẩu và một phần từ điều chỉnh giá bán, VNM kỳ vọng sẽ tiếp tục cải thiện biên lợi nhuận gộp trong các quý tiếp theo
Thu nhập tài chính	341	384	12.3%	
Chi phí tài chính	-135	-116	-14.1%	
<b>SG&amp;A</b>	<b>-3,693</b>	<b>-3,630</b>	<b>-1.7%</b>	Chi phí SG&A tuyệt đối hầu như không thay đổi so với cùng kỳ 2022, tuy nhiên về tỷ lệ trên doanh thu đã giảm nhẹ, cho thấy hiệu quả đầu tư trong các hoạt động bán hàng và phát triển nhân sự.
SG&A/Doanh thu	-24.7%	-23.9%	-3.2%	
Lợi nhuận từ HĐKD	2,601	2,777	6.8%	
Thu nhập khác ròng	-24.88	-48.75	95.9%	
Lợi nhuận trước thuế	2,576	2,728	5.9%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>2,102</b>	<b>2,229</b>	<b>6.0%</b>	Lần đầu tiên sau 9 quý chấm dứt chuỗi tăng trưởng lợi nhuận âm, kết quả đạt được phần lớn nhờ cải thiện biên lợi nhuận gộp và tối ưu các chi phí vận hành

Nguồn: VNM, KBSV

**Biểu đồ 2. Doanh thu thuần và BLNG của VNM**


Nguồn: VNM, KBSV

**Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu theo thị trường của VNM**


Nguồn: VNM, KBSV

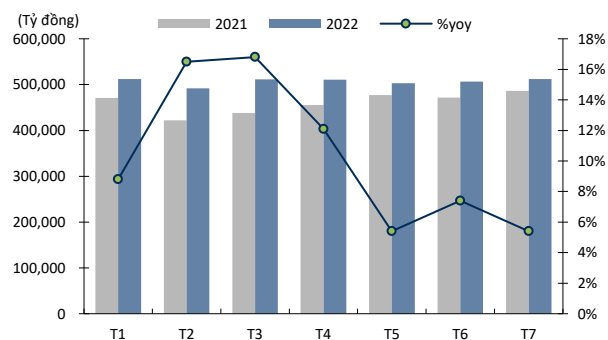
### Tình hình vĩ mô kém khả quan ảnh hưởng đến ngành hàng FMCG nói chung và ngành sữa nói riêng

Theo GSO, GDP quý 2/2023 chỉ tăng 4,14% so với cùng kỳ mặc dù đã cải thiện so với quý 1/2023 tuy nhiên đây vẫn là một mức tăng trưởng tương đối thấp, chỉ cao hơn tốc độ tăng 0,34% của quý 2/2020 trong giai đoạn 2011-2023. Kim ngạch xuất khẩu giảm, môi trường lãi suất cao tăng trưởng tín dụng thấp, hơn 100,000 doanh nghiệp đóng cửa trong 6 tháng đầu năm. Những yếu tố này làm cho thu nhập của người dân giảm sút ảnh hưởng đến toàn ngành bán lẻ.

Theo GSO, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước đạt 1,520 nghìn tỷ đồng trong Q2/2023, mặc dù vẫn có sự tăng trưởng tuy nhiên nhìn vào từng tháng có thể thấy sự giảm tốc rõ rệt. Theo bản tin nhà đầu tư của VNM với nguồn tin họ sử dụng từ AC Nielsen, ngành hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) trong nước ghi nhận tăng trưởng Q2/2023 chỉ ở mức 2% yoy. Không ngoại lệ, ngành sữa cũng chỉ ghi nhận mức tăng trưởng giá trị trong Q2/2023 ở mức 1% yoy.

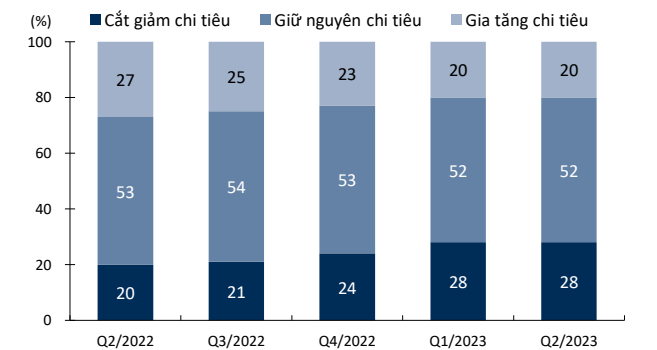
Sức mua dự báo sẽ hồi phục trở lại từ quý 3/2023 sau những chính sách kích cầu tuy nhiên dự báo tốc độ hồi phục sẽ rất chậm, cần một khoảng thời gian để hồi phục sức mua lại như thời kỳ đỉnh điểm. Ngành sữa tiếp tục tăng trưởng chậm khi người tiêu dùng có xu hướng chọn sản phẩm rẻ hơn làm giảm doanh thu.

Biểu đồ 4. Tổng mức bán lẻ hàng hoá 2023 so với 2022



Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 5. Khảo sát áp lực tài chính hộ gia đình



Nguồn: Worldpanel Division, KBSV

### Thị trường nội địa của VNM tăng trưởng nhẹ, tiếp tục cuộc chiến giành lại thị phần

Công ty mẹ VNM ghi nhận doanh thu tăng trưởng khá thấp chỉ gần 4% so với cùng kỳ trong bối cảnh tiêu dùng yếu, tuy nhiên so với mức tăng chỉ khoảng 1% của ngành sữa có thể thấy VNM đã chiếm lại thị phần trong các ngành hàng của mình. Trong khi đó, công ty con MCM ghi nhận doanh thu thuần Q2/2023 đạt 790 tỷ đồng, giảm 5.8% so với cùng kỳ năm trước do sức mua yếu tại khu vực miền núi phía Bắc.

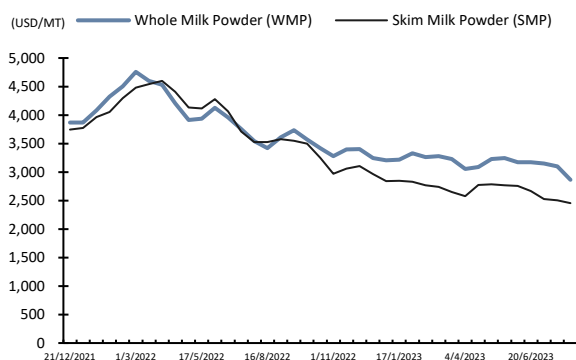
Động lực tăng trưởng của VNM trong thời gian tới đến từ các ngành hàng như sữa đặc và sữa chua. Ngành hàng sữa đặc với sản phẩm chủ lực sữa Ông Thọ xuất khẩu đến nhiều thị trường lớn trong đó có cả thị trường thị dân Trung Quốc và được đón nhận rất tích cực, hiện ngành hàng này chiếm khoảng 80% thị phần nội địa. Ngành hàng sữa chua ăn và sữa chua uống chiếm hơn 70% thị phần nội địa, sữa chua hưởng lợi do xu hướng người tiêu dùng ngày càng quan tâm các sản phẩm tốt cho sức khoẻ, theo Statista ngành hàng này sẽ có tốc độ tăng trưởng khoảng 8.35% trong giai đoạn 2023-2027.

## Biên lợi nhuận gộp tiếp tục cải thiện như dự báo

Trong Q2/2023, biên lợi nhuận gộp của VNM đạt 40.5% tăng 1.7 điểm phần trăm so với quý trước và chỉ kém 0.2 điểm phần trăm so với cùng kỳ. Theo ban lãnh đạo VNM, hiện tại họ đã chốt giá nguyên vật liệu đến hết quý 3 và đầu quý 4 và kỳ vọng biên lợi nhuận gộp tiếp tục cải thiện trong các quý tiếp theo khi doanh thu tăng trưởng tốt hơn thời gian tới và các chi phí hạ nhiệt sau thời kỳ lạm phát. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của VNM khó có thể quay lại thời kỳ đỉnh trước dịch (46-47%) do cạnh tranh trong ngành ngày càng mạnh mẽ.

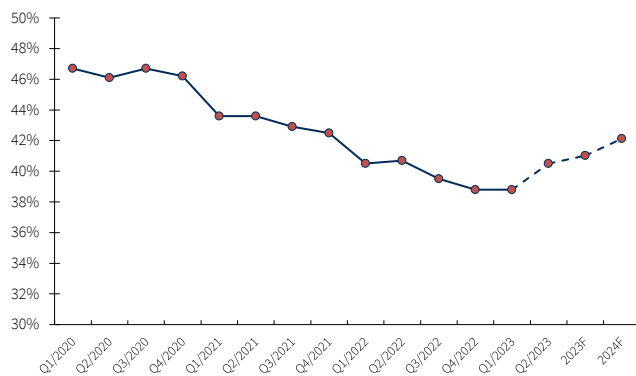
Hiện tại giá nhiều nguyên vật liệu chính đã giảm đáng kể như giá sữa bột nhập khẩu đã giảm thêm khoảng 10% so với quý trước và giảm 30-40% so với vùng đỉnh. Tuy nhiên theo ban lãnh đạo, với tình hình thời tiết ảnh hưởng bởi El Niño nắng nóng hơn những năm trước làm ảnh hưởng đến năng suất đàn bò, giá thức ăn chăn nuôi cũng tăng đáng kể, VNM vì thế đã hỗ trợ nông dân bằng cách tăng giá thu mua sữa khoảng 7% từ các hộ nông dân. Hiện nay tỉ trọng sữa thu mua của nông dân và sữa tại các trang trại của VNM là 50-50, VNM cũng cho biết xu hướng tương lai họ sẽ tăng tự chủ bằng cách tăng tỉ trọng sữa từ trang trại của mình do có thể kiểm soát tốt hơn chi phí và chất lượng.

Biểu đồ 6. Biến động giá sữa bột nguyên kem (WMP) và sữa bột gầy (SMP)



Nguồn: Global Dairy Trade, KBSV

Biểu đồ 7. Dự báo biên lợi nhuận gộp của VNM



Nguồn: VNM, KBSV dự phóng

## Sự kiện tái định vị thương hiệu, bước đầu cho những thay đổi mới

Tại sự kiện ở TP Hồ Chí Minh chiều 6/7, VNM đã công bố bộ nhận diện thương hiệu mới theo tinh thần "táo bạo, quyết tâm và luôn là chính mình", đánh dấu bước chuyển mình sau 47 năm hoạt động. Bộ nhận diện mới sẽ được áp dụng trên toàn bộ hệ thống của Vinamilk từ tháng 07-2023. Chúng tôi đánh giá tái định vị thương hiệu sẽ đem lại cho VNM những lợi ích như sau:

- (1) Tăng cường cạnh tranh nội địa, với nhận diện và thiết kế thu hút, nổi bật hẳn so với các sản phẩm khác.
- (2) Đánh vào nhóm khách hàng tương lai là GenZ, với ngôn ngữ thiết kế trẻ trung, mới mẻ, khác biệt phù hợp với tính cách của thế hệ này.
- (3) Xu hướng thiết kế đơn giản, trẻ hoá là xu thế chung không chỉ trong nước mà còn ở toàn cầu, nhiều thương hiệu lớn trong nước như Viettel, BIDV, MB đều đã thay đổi theo xu thế này. Việc theo xu hướng chung cũng giúp VNM trong các thị trường xuất khẩu với nhận diện bắt mắt, tinh tế.

Chúng tôi cho rằng lần thay đổi này không chỉ đơn thuần là thay đổi nhận diện, đằng sau là nhiều chiến lược thay đổi nhằm lấy lại đà tăng trưởng sau nhiều năm chững lại do cạnh tranh gay gắt. Chúng ta có thể nhìn lại trường hợp của MB Bank sau khi tái định vị thương hiệu đã có rất nhiều thay đổi trong chiến lược như đẩy mạnh công nghệ, chuyển đổi số, đánh mạnh vào mảng ngân hàng bán lẻ. Một doanh nghiệp lớn khác cũng đã tái định vị thương hiệu là Viettel, nếu như trước kia Viettel có sứ mệnh “Phổ cập dịch vụ viễn thông” thì bây giờ sứ mệnh của Viettel là “Tiên phong kiến tạo xã hội số”, chính vì vậy việc tái định vị thương hiệu đem lại hình ảnh trẻ trung, hiện đại, năng động cho Viettel phù hợp với sứ mệnh mới của họ.

Hình 8. Các thương hiệu lớn ở Việt Nam thay đổi nhận diện thương hiệu theo hướng đơn giản, hiện đại



Nguồn: KBSV tổng hợp

## Dự phóng và định giá

### Dự phóng KQKD năm 2023

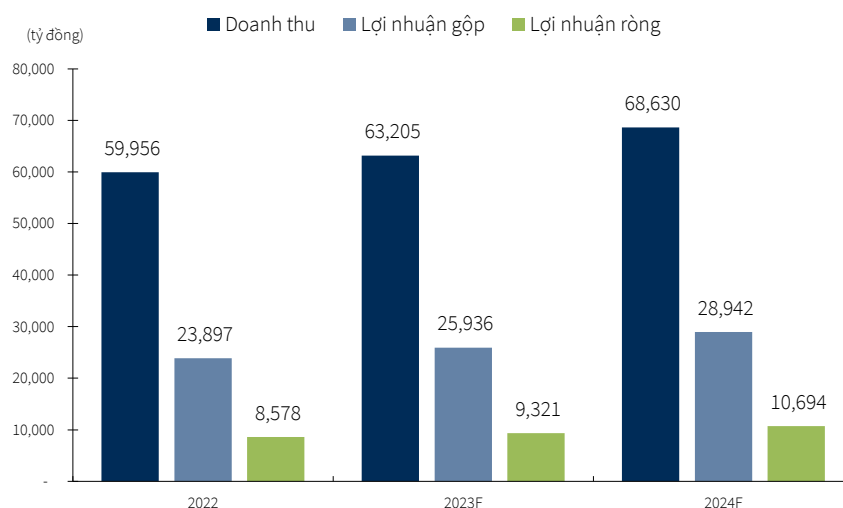
Chúng tôi cho rằng ngành sữa nửa cuối năm 2023 sẽ tiếp tục tăng trưởng với tốc độ chậm do sức mua hồi phục chậm. Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của VNM đạt 62,771 tỷ đồng (+4.7% yoy), BLNG cả năm đạt 41% do giá sữa bột nguyên liệu giảm và kỳ vọng các nguyên liệu đầu vào khác cũng hạ nhiệt giá, kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trong năm tiếp theo. LNST đạt 9,132 tỷ đồng (+6.5% yoy). Năm 2024, khi nền kinh tế phục hồi, sức mua hồi phục trở lại cùng với những thay đổi nội tại của VNM là động lực giúp VNM thúc đẩy tăng trưởng mạnh hơn.

**Bảng 9. Dự phóng KQKD 2023**

(tỷ VND)	2022	2023F	+/-% YoY	2024F	+/- YoY	Chú thích KBSV
<b>Doanh thu</b>	<b>59,956</b>	<b>63,205</b>	<b>5.4%</b>	<b>68,630</b>	<b>8.6%</b>	
<i>Nội địa</i>	50,704	53,270	5.1%	57,052	7.1%	Doanh thu tăng trưởng nhẹ nhờ tăng giá bán và chiếm thêm thị phần, động lực thời gian tới từ mảng sữa đặc và sữa chua, sự kiện thay đổi nhận diện giúp tạo sự khác biệt sản phẩm, thu hút khách hàng mới
<i>Xuất khẩu</i>	4,828	5,070	5.0%	5,982	18.0%	Thị trường xuất khẩu tăng trưởng chậm do sức mua tại các thị trường xuất khẩu phục hồi chậm
<i>Chi nhánh nước ngoài</i>	4,424	4,866	10.0%	5,596	15.0%	Các chi nhánh tiếp tục hoạt động hiệu quả tăng trưởng 2 chữ số, thị trường nước ngoài ngày càng đón nhận các sản phẩm của VNM
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>23,897</b>	<b>25,936</b>	<b>8.5%</b>	<b>28,942</b>	<b>11.6%</b>	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	39.9%	41.0%	3.0%	42.2%	2.8%	Biên lợi nhuận gộp cải thiện khi giá nguyên liệu đầu vào đã điều chỉnh tương đối, dự báo sẽ tiếp tục cải thiện trong thời gian tới
SG&A	(14,144)	(15,548)	9.9%	(16,883)	8.6%	Chi phí SG&A duy trì ở mức hợp lý, tăng nhẹ nhờ các hoạt động hỗ trợ đẩy mạnh bán hàng ở nhiều điểm bán, đẩy mạnh marketing sau khi tái định vị thương hiệu
SG&A/Doanh thu	-23.6%	-24.6%	4.3%	-24.6%	0.0%	
EBIT	9,753	10,388	6.5%	12,059	16.1%	
<i>Biên EBIT</i>	16.3%	16.4%	1.0%	17.6%	6.9%	
EBT	10,496	11,367	8.3%	13,041	14.7%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>8,578</b>	<b>9,321</b>	<b>8.7%</b>	<b>10,694</b>	<b>14.7%</b>	LNST năm 2023 tăng phần lớn do cải thiện biên lợi nhuận gộp, tái định vị thương hiệu kỳ vọng thúc đẩy doanh thu trong các thời kỳ tiếp theo
<i>Biên LNST</i>	14.3%	14.7%	3.1%	15.6%	5.7%	

Nguồn: VNM, KBSV dự phóng

**Biểu đồ 10. Dự phóng KQKD VNM giai đoạn 2022-2024F**



Nguồn: VNM, KBSV

**Khuyến nghị: NẮM GIỮ – Giá mục tiêu: 84,000 VND**

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu VNM với 2 phương pháp là (1) chiết khấu dòng tiền và (2) phương pháp so sánh để đưa ra mức giá hợp lý dành cho cổ phiếu VNM.

(1) Với phương pháp chiết khấu dòng tiền, tiến hành chiết khấu dòng tiền tự do trong doanh nghiệp FCFF với giả định nêu dưới đây, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cổ phiếu VNM đối với phương pháp này là 79,700 VND/cổ phiếu.

(2) Với phương pháp so sánh, chúng tôi sử dụng P/E mục tiêu là 20 gần mức P/E trung bình 5 năm và gần với mức trung bình của các công ty cùng ngành trong khu vực. EPS mục tiêu là 4,412 VND/cổ phiếu. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu đối với phương pháp này là 88,200 VND/cổ phiếu.

Với tỷ trọng sử dụng vào mô hình định giá đối với mỗi phương pháp là 50-50 chúng tôi đưa ra khuyến nghị NẮM GIỮ đối với cổ phiếu VNM, mức giá mục tiêu 84,000 VND/cp, cao hơn 5% giá đóng cửa ngày 05/09/2023.

**Bảng 11. Dự báo FCFF và các giả định**

Chi phí VCSH	11.25%	Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng	108,570
Chi phí vốn vay	8.00%	Giá trị hiện tại FCFF	44,841
Lãi suất phi rủi ro	5.00%	Tiền và tương đương tiền	2,457
Beta	0.76	Đầu tư ngắn hạn	17,065
Tăng trưởng dài hạn	3.0%	Giá trị doanh nghiệp	172,934
Thời gian dự phóng	5	Nợ vay	6,655
WACC	11.00%	Giá trị công ty	166,279
		SLCP	2,089,955,445
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>79,700</b>

Nguồn: KBSV dự phóng

**Bảng 12. Dự báo bằng phương pháp so sánh**

Công ty cùng ngành	P/E	Công ty cùng ngành	P/E
2319 HK	15.0	2206 JP	22.7
2264 JP	13.8	2269 JP	21.4
600597 CH	22.0	151 HK	15.6
600887 CH	15.7	NESZ MK	41.0
2270 JP	17.2	ICBP IJ	14.6
P/E Trung bình ngành			<b>19.7</b>
P/E mục tiêu cho VNM			20
EPS dự phóng 2023			4412
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>88,200</b>

Nguồn: KBSV dự phóng

Biểu đồ 13. Diễn biến P/E của VNM giai đoạn 2018-2023



Nguồn: Bloomberg, KBSV



## PHỤ LỤC

## VNM – Bảng tóm tắt KQKD &amp; dự phóng, 2021 – 2024F

Báo cáo Kết quả HBKD					Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F	(Tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần	60,919	59,956	63,205	68,630	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	53,332	48,483	48,675	53,251
Giá vốn hàng bán	-34,641	-36,059	-37,269	-39,688	TÀI SẢN NGẮN HẠN	36,110	31,560	31,525	35,781
Lãi gộp	26,278	23,897	25,936	28,942	Tiền và tương đương tiền	2,349	2,300	2,457	3,443
Thu nhập tài chính	1,215	1,380	1,422	1,448	Giá trị đầu tư ngắn hạn	21,026	17,415	17,066	18,531
Chi phí tài chính	-202	-618	-506	-534	Các khoản phải thu	4,368	4,634	4,661	4,938
Trong đó: Chi phí lãi vay	-89	-166	-319	-326	Hàng tồn kho, ròng	6,820	5,560	5,907	7,322
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	-45	-24	0	0	TÀI SẢN DÀI HẠN	17,222	16,922	17,151	17,471
Chi phí bán hàng	-12,951	-12,548	-13,716	-14,961	Phải thu dài hạn	17	38	24	25
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1,567	-1,596	-1,833	-1,922	Tài sản cố định	11,620	10,860	10,593	10,657
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	12,728	10,491	11,304	12,973	Tài sản dở dang dài hạn	835	1,471	1,595	1,570
Thu nhập khác, ròng	195	4	63	69	<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>17,482</b>	<b>15,666</b>	<b>14,897</b>	<b>17,139</b>
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	12,922	10,496	11,367	13,041	Nợ ngắn hạn	17,068	15,308	14,247	16,524
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-2,290	-1,918	-2,046	-2,347	Phải trả người bán	4,214	4,284	4,464	5,207
<b>Lãi/(lỗ) thuần sau thuế</b>	<b>10,633</b>	<b>8,578</b>	<b>9,321</b>	<b>10,694</b>	Người mua trả tiền trước	4	4	4	4
Lợi ích của cổ đông thiểu số	100	62	99	87	Vay ngắn hạn	9,382	4,867	6,384	7,619
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	10,532	8,516	9,222	10,607	Nợ dài hạn	414	358	650	615
					Phải trả dài hạn	0	0	0	0
					Doanh thu chưa thực hiện	76	66	271	211
					Vay dài hạn	338	292	379	404
					<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>35,850</b>	<b>32,817</b>	<b>33,778</b>	<b>36,112</b>
					Vốn góp	20,900	20,900	20,900	20,900
					Thặng dư vốn cổ phần	34	34	34	34
					Lãi chưa phân phối	7,594	3,353	3,226	4,334
					Vốn và quỹ khác	4,555	5,469	6,460	7,598
					Lợi ích CĐKKS	2,767	2,967	3,067	3,154
<b>Chỉ số hoạt động</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	43.1%	39.9%	41.0%	42.2%					
Tỷ suất EBITDA	26.2%	26.5%	26.9%	25.0%					
Tỷ suất EBIT	21.5%	18.5%	18.8%	19.8%					
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	21.2%	17.5%	18.0%	19.0%					
Tỷ suất lãi hoạt động KD	20.9%	17.5%	17.9%	18.9%					
Tỷ suất lợi nhuận thuần	17.5%	14.3%	14.7%	15.6%					
<b>Báo cáo Lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2022</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>Chỉ số chính</b>				
(Tỷ VND)					(x, %, VND)				
Lãi trước thuế	12,922	10,496	11,367	13,041	Chỉ số định giá				
Khấu hao TSCĐ	2,121	2,095	1,862	1,944	P/E	14.7	18.3	15.7	14.0
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-987	-1,098	-1,010	-1,000	P/E pha loãng	14.7	18.3	15.7	14.0
Chi phí lãi vay	-89	-166	-319	-326	P/B	3.9	4.2	3.9	3.8
<b>Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động</b>	<b>13,967</b>	<b>11,326</b>	<b>11,901</b>	<b>13,659</b>	P/S	1.9	2.3	2.2	2.1
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-517	-288	214	-326	P/Tangible Book	4.0	4.4	4.0	3.9
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-2,261	851	-347	-1,415	P/Cash Flow	575.5	(2,295)	635.5	429.5
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	1,484	-386	-2,491	1,067	EV/EBITDA	14	13	12	12
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	0	-73	-30	-142	EV/EBIT	16	16	14	14
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	0	0	0	0					
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ HĐ SXKD	9,432	8,827	7,537	10,834	<b>Hiệu quả quản lý</b>				
Tiền mua tài sản cố định	-1,531	-1,457	-1,667	-1,932	ROE%	30%	25%	28%	31%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	134	137	0	0	ROA%	20%	17%	19%	21%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-3,514	0	0	-1,465	ROIC%	23%	23%	23%	24%
Tiền thu từ cho vay/thu từ phát hành công cụ nợ	0	3,635	349	0	<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-23	-43	-434	-266	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.1	0.5	0.4	0.5
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư	1	0	0	0	Tỷ suất thanh toán nhanh	1.7	1.7	1.8	1.7
Cố tức và tiền lãi nhận được	1,000	1,201	1,010	1,000	Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.1	2.1	2.2	2.2
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-3,933	3,473	-741	-2,663	Vốn vay dài hạn/VCSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	318	338	0	0	Vốn vay dài hạn/TTS	0.0	0.0	0.0	0.0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/VCSH	0.3	0.1	0.2	0.2
Tiền thu được các khoản đi vay	9,597	6,258	8,861	9,308	Vốn vay ngắn hạn/TTS	0.3	0.1	0.2	0.2
Tiền trả các khoản đi vay	-7,551	-10,789	-7,136	-8,149	Công nợ ngắn hạn/VCSH	0.2	0.3	0.3	0.3
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0	Công nợ ngắn hạn/TTS	0.2	0.2	0.2	0.2
Cố tức đã trả	-7,621	-8,167	-8,360	-8,360	Tổng công nợ/VCSH	0.2	0.3	0.2	0.3
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	Tổng công nợ/TTS	0.2	0.2	0.2	0.2
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-5,257	-12,360	-6,638	-7,184	<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	241	-61	157	987	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	13.9	12.9	13.6	13.9
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	2,111	2,349	2,300	2,457	Hệ số quay vòng HTK	5.1	6.5	6.3	5.4
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	2,349	2,300	2,457	3,443	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	8.7	8.1	8.4	7.9

Nguồn: VNM, KBSV dự phóng

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

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

### Phân tích doanh nghiệp

#### Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm  
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích  
linhpp@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

#### Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích  
giangnt1@kbsec.com.vn

#### Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

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

#### Công nghệ thông tin & Tiện ích

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

#### Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích  
hieupm@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

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích  
thanhhd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích  
uyenvt@kbsec.com.vn

#### Chiến lược đầu tư

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

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích  
tienss@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 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, 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.