

CTCP Sữa Việt Nam (VNM)

Tái cấu trúc để tăng trưởng

27/08/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân
quannd@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

Nhu cầu nhập hàng tăng mạnh sau khi bị đứt gãy trong quý 1 do tái cấu trúc đội ngũ phân phối & bán hàng

Tiếp tục đẩy mạnh sản phẩm mới và tái định vị cửa hàng bán lẻ

Biên lợi nhuận dự kiến cải thiện tích cực trong nửa cuối năm

Khuyến nghị: TRUNG LẬP - Giá mục tiêu 65,800 VND/cổ phiếu

Doanh thu 2Q2025 lên đỉnh mới, đạt 16,745 tỷ VNĐ, tăng nhẹ 0.4% YoY nhưng LNST thuộc công ty mẹ lại giảm 7.3% YoY, đạt 2,475 tỷ VNĐ. Giá các nguyên liệu đầu vào chính cao hơn đáng kể và cạnh tranh gay gắt trong ngành khiến lợi nhuận giảm so với cùng kỳ

VNM tiếp tục ra mắt các sản phẩm mới với lũy kế số lượng ra mắt/tái tung lũy kế lên đến 70 sản phẩm với bao bì bắt mắt, hương vị và hàm chất dinh dưỡng phong phú nhằm tới các nhu cầu tiêu dùng sữa phân mảnh và đa dạng. Các cửa hàng bán lẻ cũng đang được đẩy mạnh đầu tư vào thiết kế nhằm đồng bộ với sản phẩm, giúp thu hút khách hàng hiệu quả hơn. Chúng tôi kỳ vọng VNM sẽ cải thiện thị phần sữa tại phân khúc cao cấp, vốn chưa phải là tệp khách hàng trọng tâm trước đây

Chi phí đầu vào chính là bột sữa nhập khẩu có xu hướng giảm trong ngắn hạn do nhu cầu tiếp tục yếu tại các thị trường chính, phần nào bị tác động từ cuộc chiến thương mại trên toàn cầu. Cùng với tỉ trọng sản phẩm cao cấp cải thiện với giá bán điều chỉnh, chúng tôi kỳ vọng biên EBIT của VNM tăng 190 bps (QoQ) trong nửa cuối năm

Chúng tôi xác định mức giá hợp lý của cổ phiếu VNM là 65,800 VNĐ/ cổ phiếu, tương đương tỉ suất lợi nhuận là 10%. Chúng tôi thay đổi khuyến nghị sang **TRUNG LẬP** do VNM đã tăng 9% so với khuyến nghị gần nhất. Nhà đầu tư có thể cân nhắc mua vào ở mức giá 54,800 VNĐ/cổ phần với kỳ vọng lợi nhuận là 20%.

TRUNG LẬP thay đổi

Giá mục tiêu	VND65,800
Tăng/giảm (%)	10%
Giá hiện tại (26/08/2025)	VND 59,700
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 71,800
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	126.4/4.8

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	35.3%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	265/10.3
Sở hữu nước ngoài (%)	50.8%
Cổ đông lớn	SCIC (36%)

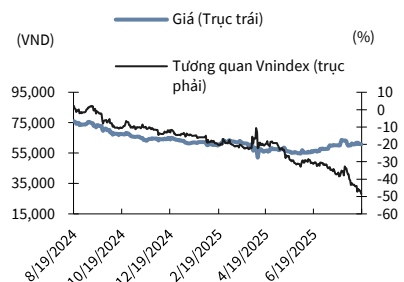
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0.8	8.4	-0.2	-20.1
Tương đối	-8.5	-17.8	-27.2	-49.8

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	60,369	61,783	60,833	65,273
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	10,405	9,722	10,806	11,545
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VNĐ)	8,874	9,392	9,016	9,832
EPS (VNĐ)	4,246	4,494	4,314	4,704
Tăng trưởng EPS (%)	5%	6%	-4%	9%
P/E (x)	14.1	13.3	13.8	12.7
P/B (x)	3.9	3.9	4.0	4.0
ROE (%)	29	29	28	32
Tỷ suất cổ tức (%)	6.4	7.3	7.3	7.3

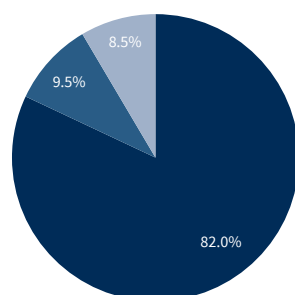
Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cơ cấu doanh thu 2024

■ Nội địa ■ Xuất khẩu ■ Chi nhánh nước ngoài



Hoạt động kinh doanh

Vinamilk là thương hiệu sữa lớn nhất ngành sữa Việt Nam với khoảng 40-45% thị phần. Trong đó, nổi bật nhất là các dòng sữa chua và sữa đặc chiếm tới 80-90% thị phần nội địa. VNM đang thực hiện tái cấu trúc về hình ảnh thương hiệu, sản phẩm nhằm thu hút khách hàng từ thế hệ trẻ và kênh hiện đại. Công ty cũng đang đầu tư mạnh mẽ vào công nghệ nhằm tối ưu hóa quy trình sản xuất và bán hàng.

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Điểm nhấn đầu tư

Tái cấu trúc cửa hàng và danh mục sản phẩm mới nhằm khôi phục lại thị phần

Thuế quan ảnh hưởng tiêu cực đến thu nhập người lao động ở khu vực xuất khẩu.

Cổ phiếu tiêu dùng phòng thủ hấp dẫn với lợi suất cổ tức cao từ 6.5-7.3%/năm

Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của [báo cáo kì trước](#)

Chi tiết ở phần dưới của [báo cáo kì trước](#)

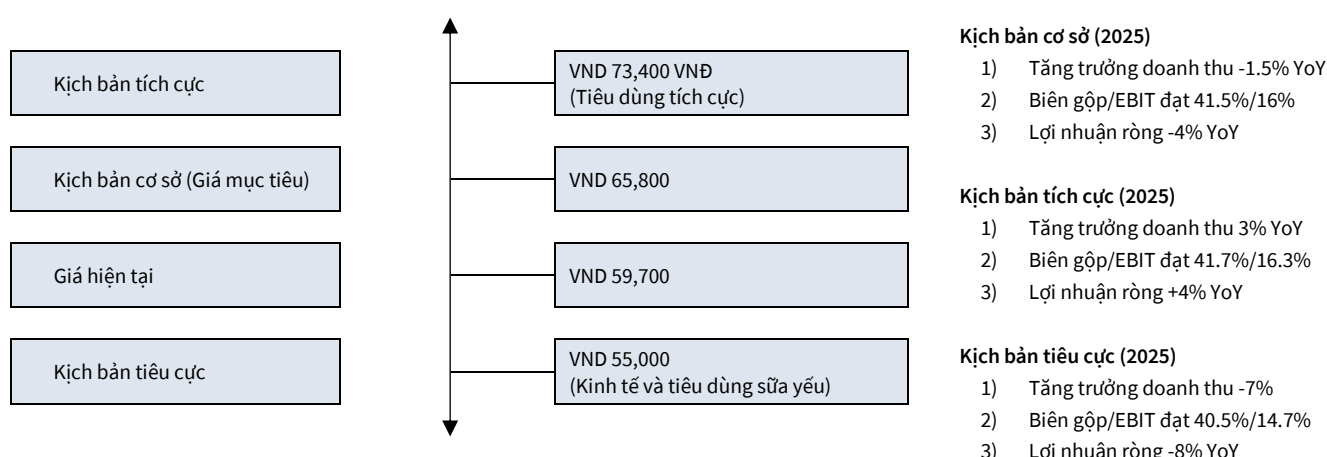
Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Doanh thu	60,833	65,273	-5%	-3%	63,037	65,345	-3%	0%
EBIT	9,722	10,806	-3%	-2%	10,142	11,088	-4%	-3%
LNST công ty mẹ	9,016	9,832	-2%	-2%	9,133	9,720	-1%	1%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá



Hoạt động kinh doanh

Phục hồi nhẹ sau khi tái cấu trúc đội ngũ bán hàng trong quý đầu năm

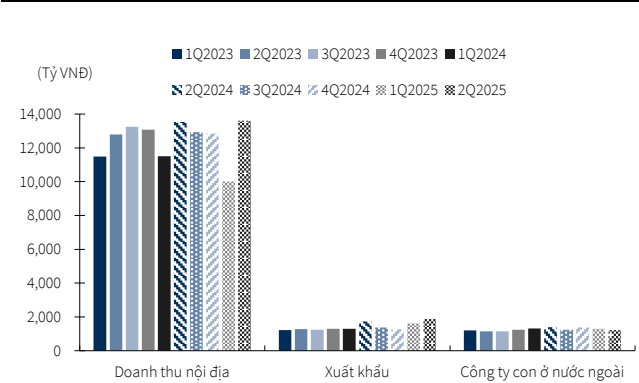
Trong 1Q2025, Vinamilk đã rà soát lại hiệu quả và thay thế một số đội ngũ bán hàng và nhà phân phối lớn nhằm phù hợp với hệ thống mới, khiến doanh nội địa giảm 13% YoY. Vì vậy, nhu cầu bổ sung hàng hóa mới tăng cao ngay trong 2 tháng đầu quý 2 với tăng trưởng hai chữ số về doanh thu. Ngoài ra, doanh nghiệp cho biết chịu ảnh hưởng nhẹ từ việc tái cấu trúc cửa hàng bán lẻ do tác động từ quy định thuế mới đối với hộ kinh doanh.

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2Q2024	2Q2025	+/-%YoY	1H2024	1H2025	+/-%QoQ	Chú thích
Doanh thu	16,656	16,725	0%	30,768	29,659	-4%	
Nội địa	13,532	13,614	1%	25,028	23,624	-6%	Phục hồi mạnh nhờ các kênh phân phối và đại lý tăng nhập hàng sau khi bị gián đoạn trong quý 1
Xuất khẩu	1,740	1,890	9%	3,037	3,510	16%	Tăng trưởng cao chủ yếu đến từ thị trường Iraq
Công ty con ở nước ngoài	1,384	1,221	-12%	2,703	2,525	-7%	Chủ yếu sụt giảm tại thị trường Campuchia.
Lợi nhuận gộp	7,068	7,022	-1%	12,979	12,232	-6%	
Biên lợi nhuận gộp	42.4%	42.0%	-45bps	42.2%	41.2%	-94bps	Biên gộp trong quý 2 phục hồi tốt, +170bps so với quý 1/2025 dù vẫn thấp hơn so với cùng kỳ
Nội địa	41.8%	41.6%	-17bps	42.0%	40.7%	-124bps	
Xuất khẩu và công ty con nước ngoài	45.2%	43.5%	-168bps	43.1%	43.2%	13bps	Giá bột sữa cao hơn áp lực lên biên gộp so với cùng kỳ
Thu nhập tài chính	373	376	1%	761	743	-2%	
Chi phí tài chính	88	110	25%	190	151	-20%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	3	4	15%	14	20	47%	
Chi phí bán hàng và quản lý	4,031	4,174	4%	7,522	7,774	3%	
CPBH & QL/ doanh thu	24%	25%	76bps	24%	26%	177bps	Tiếp tục tăng dù doanh thu đi ngang chủ yếu do cạnh tranh gay gắt trong ngành sữa..
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	3,326	3,119	-6%	6,041	5,069	-16%	
Thu nhập khác	(17)	(23)	32%	(27)	(22)	-19%	Biên lợi nhuận hoạt động giảm do biên gộp thấp hơn và chi phí bán hàng/doanh thu tăng cao
Lợi nhuận trước thuế	3,309	3,096	-6%	6,014	5,047	-16%	
Lợi nhuận sau thuế	2,696	2,489	-8%	4,903	4,076	-17%	
LNST công ty mẹ	2,671	2,475	-7%	4,865	4,043	-17%	
Biên LNST	16.0%	14.8%	-124bps	15.8%	13.6%	-218bps	

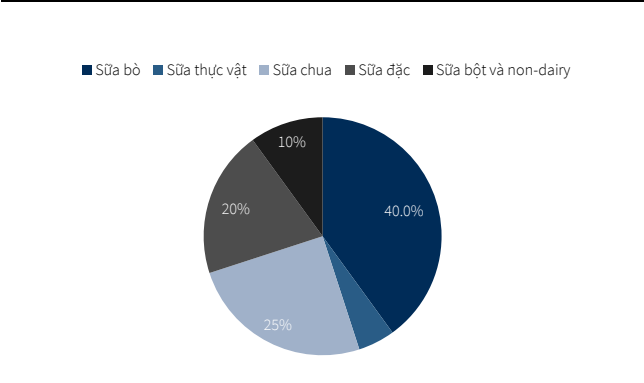
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu theo địa lý



Nguồn: VNM, KBSV tính toán

Biểu đồ 3. Ước tính cơ cấu doanh thu 2Q2025 theo mặt hàng

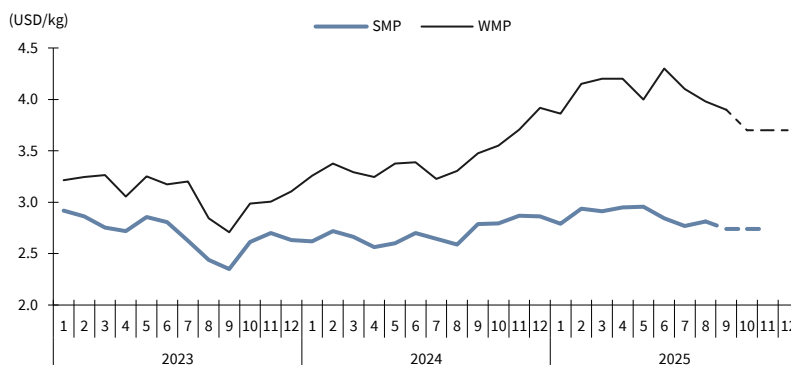


Nguồn: VNM, KBSV tính toán

Biên lợi nhuận dự kiến cải thiện tích cực trong nửa cuối năm

Giá bột sữa gầy (SMP) và bột sữa toàn phần (WMP) có xu hướng giảm và đi ngang với ước tính thấp hơn 4%-10% so với đầu năm do phần nào tác động từ thuế quan và nhu cầu suy yếu từ các quốc gia Châu Á như Trung Quốc, Indonesia và Việt Nam – Khu vực tiêu thụ chủ yếu (USDA). Theo đó, sản lượng khẩu WMP từ nhà sản xuất chính là Newzealand đã giảm 5% trong 1H2025. Theo đó, ban lãnh đạo VNM kỳ vọng biên lợi nhuận gộp ước tính phục hồi và đạt 42% trong 2H2025. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng chi phí nhập khẩu cả hai mặt hàng này đều cho thấy xu hướng tăng trong dài hạn do nguồn cung suy giảm do biên lợi nhuận ở mức thấp khiến các nhà cung cấp chính chuyển sang sản xuất bơ và phô mai với hiệu quả cao hơn (USDA). Ngược lại, chiến lược dịch chuyển sang phân khúc cao cấp và sử dụng nhiều hơn sữa tươi tự cung được kỳ vọng sẽ giúp VNM duy trì biên lợi nhuận ổn định và giảm tác động từ giá bột sữa tăng trong dài hạn.

Biểu đồ 4. Giá bột sữa đầu vào có xu hướng giảm đáng kể, tạo điều kiện giảm chi phí



Nguồn: CLAL, GDT Trade, SGX; Ghi chú: Giá từ tháng 9/2025 là giá hợp đồng tương lai trên sàn giao dịch hàng hóa Singapore

Biểu đồ 5. Dự phóng xuất khẩu tại các khu vực chính – Bột sữa nguyên

WMP (Tấn)	2023	2024	2025	2025 %YoY
Argentina	111	121	110	-9%
Australia	38	55	45	-18%
EU	260	209	190	-9%
New Zealand	1,366	1,373	1,400	2%
Tổng những nhà cung cấp chính	1,775	1,758	1,745	-1%

Nguồn: USDA

Biểu đồ 6. Dự phóng xuất khẩu tại các khu vực chính – Bột sữa gầy

SMP (Tấn)	2023	2024	2025	2025 %YoY
Australia	133	170	150	-12%
EU	775	718	720	0%
New Zealand	451	441	460	4%
Mỹ	809	744	649	-13%
Tổng những nhà cung cấp chính	1,775	1,758	1,745	-1%

Nguồn: USDA

Tiếp tục đẩy mạnh sản phẩm mới và tái định vị cửa hàng bán lẻ

VNM sẽ nâng tổng cửa hàng bán lẻ (bao gồm nhượng quyền) lên 800 cửa hàng trong 2025, với thiết kế mới hiện đại và cao cấp hơn nhằm thu hút khách hàng và giảm sự phụ thuộc vào các đại lý bán lẻ lớn. Ngoài ra, cửa hàng vật lý đóng vai trò là kênh phân phối cho các đơn hàng trực tuyến và cũng là nơi giới thiệu sản phẩm mới nhằm kiểm chứng hiệu quả trước khi đưa đến các hệ thống bán lẻ toàn quốc. Với 70 sản phẩm mới/tái tung, VNM đã chuẩn bị kĩ càng cho giai đoạn tăng trưởng mới với các sản phẩm đem lại giá trị dinh dưỡng khác biệt cho từng nhóm khách hàng. Chúng tôi kì vọng chiến lược này giúp gia tăng lợi thế cạnh tranh tại khu vực thành thị và phân khúc cao cấp với biên lợi nhuận kì vọng ở mức cao hơn.

Biểu đồ 7. Tiếp tục mở rộng danh mục sản phẩm mới trong quý 2, tập trung vào các nhu cầu dinh dưỡng cụ thể

70+ sản phẩm tung mới và tái tung trong 6T/2025

Các sản phẩm mới nổi bật trong Q2/2025:

1. Sữa tươi tiệt trùng Green Farm A2
2. Sữa đậu nành cao canxi và ít đường
3. Sữa trái cây và SCU thạch Susu
4. SCU Probi hương đào ít đường và SCU Probi không đường
5. SCU Green Farm hương cam hoa bưởi và hương vải hoa nhài
6. Sữa dinh dưỡng ADM
7. Creamer đặc Ông Thọ vị Cà phê và Matcha
8. SCA táo đỏ kỷ tử ít đường
9. Kem Gelato và kem viên



Nguồn: Vinamilk

Biểu đồ 8. Ra mắt sữa đậu nành mới, nhằm cạnh tranh với Vinasoy



Nguồn: Vinamilk

Biểu đồ 9. Đẩy mạnh tái định vị cửa hàng theo xu hướng hiện đại, tiếp cận người tiêu dùng trẻ tại thành thị



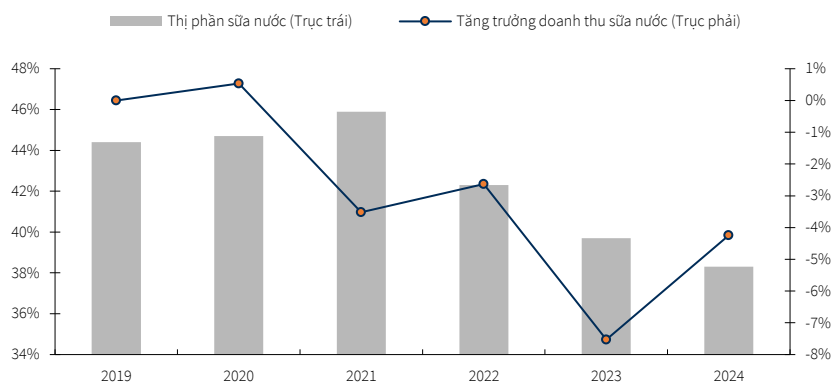
Nguồn: KBSV thu thập, VNM

Biểu đồ 10. Không gian mua sắm đem lại trải nghiệm tốt hơn cho khách hàng



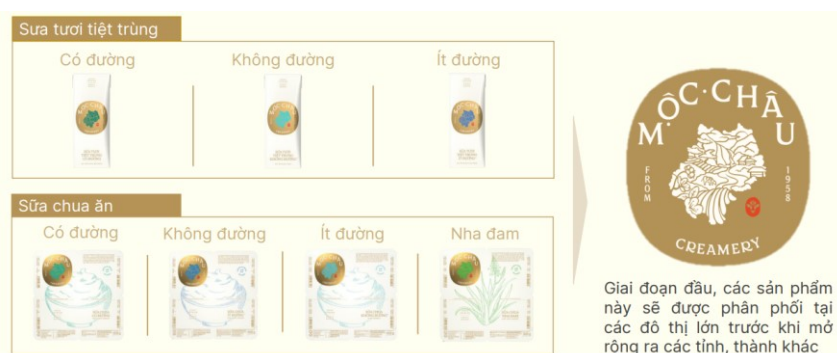
Nguồn: KBSV thu thập, VNM

Biểu đồ 11. Thị phần cao và suy giảm khiến VNM phải chuyển đổi nhằm tạo động lực tăng trưởng mới



Nguồn: VNM, KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 12. Tái định vị Mộc Châu Milk (HSX: MCM) là thương hiệu cao cấp nhất của VNM



Nguồn: VNM

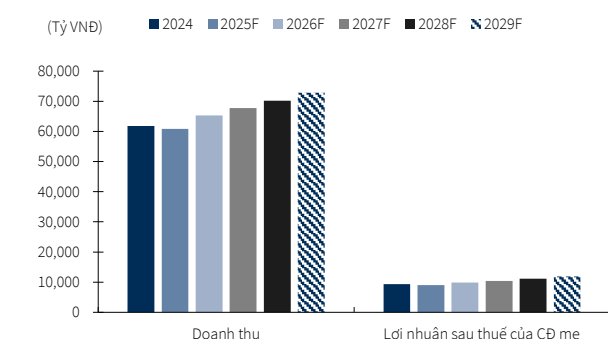
Dự phóng và định giá

Bảng 13. Dự phóng KQKD 2025-2026

(tỷ VND)	2024	2025F	+/-YoY	2026F	+/-YoY	Chú thích KBSV
Doanh thu	61,782	60,834	-1.5%	65,273	7.3%	Chúng tôi kì vọng doanh thu phục hồi tích cực từ 2026, so với mức nền thấp trong 2025 do tác động từ tái cấu trúc bộ máy
<i>Nội địa</i>	50,799	49,293	-3.0%	52,977	7.5%	Dự phóng tăng trưởng doanh thu 2025 của sữa nước/sữa chua/sữa đặc/ sữa bột đạt -4.2%/1%/3%/-1% YoY. Trong 2026, tăng trưởng các ngành hàng kể trên dự phóng đạt lần lượt 1%/5%/5%/3% YoY.
<i>Xuất khẩu</i>	5,664	6,321	11.6%	6,761	7.0%	
<i>Chi nhánh nước ngoài</i>	5,319	5,219	-1.9%	5,535	6.0%	
Lợi nhuận gộp	25,590	25,220	-1.4%	27,039	7.2%	Biên lợi nhuận dự kiến phục hồi tích cực trong 2H2025, giúp biên gộp chung cải thiện nhẹ so với 2024. Chúng tôi kì vọng biên gộp đi ngang trong 2026 nhờ cơ cấu sản phẩm dịch chuyển sang hưởng cao cấp với giá bán tốt hơn bù đắp cho chi phí bột sữa nhập khẩu có xu hướng tăng nhẹ
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	41.4%	41.5%	4bps	41.42%	-3bps	
<i>Nội địa</i>	41.3%	41.2%	-9bps	40.7%	-52bps	
<i>Xuất khẩu & Chi nhánh nước ngoài</i>	42.0%	42.6%	55bps	44.7%	209bps	
Thu nhập tài chính	1,586	1,760	11.0%	1,696	-3.6%	
Chi phí tài chính	428	456	6.4%	475	4.3%	
Lợi nhuận từ LD,LK	32	39	23.1%	39	0.0%	
SG&A	15,186	15,498	2.6%	16,233	2.5%	
<i>SG&A/doanh thu</i>	24.6%	25.5%	90bps	24.9%	-61bps	
Lợi nhuận từ HĐKD	11,594	11,066	-4.6%	12,067	9.0%	
Lợi nhuận trước thuế	11,600	11,066	-4.6%	12,067	9.0%	
Lợi nhuận sau thuế	9,453	9,074	-4.0%	9,895	9.0%	
LN sau thuế công ty mẹ	9,392	9,016	-4.0%	9,832	9.0%	
<i>Biên LNST</i>	15.2%	14.8%	-38bps	15.1%	24bps	

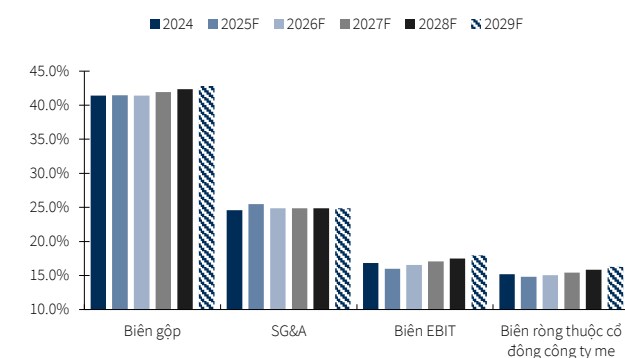
Nguồn: VNM, KBSV dự phóng

Biểu đồ 14. Dự phóng KQKD VNM trong giai đoạn 2025-2029



Nguồn: KBSV tính toán

Biểu đồ 15. Biên lợi nhuận VNM trong giai đoạn 2025-2029



Nguồn: KBSV tính toán

Khuyến nghị: TRUNG LẬP – Giá mục tiêu: 65,800 VND/ Cổ phiếu

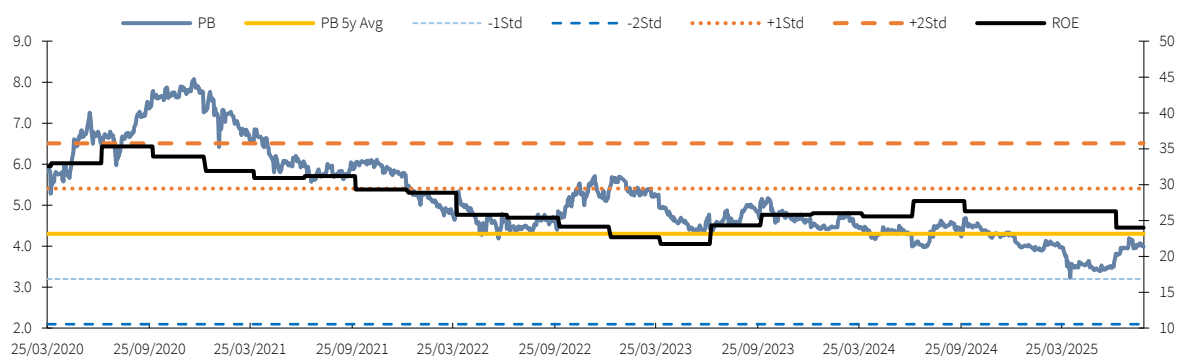
Chúng tôi cho rằng VNM vẫn là sự lựa chọn cho **cổ phiếu phòng thủ hấp dẫn** với tốc độ tăng trưởng 1 con số thấp, cùng tỷ suất cổ tức kỳ vọng là 7.1%. Chúng tôi xác định mức giá hợp lý cho cổ phiếu VNM là 65,800 VND/Cổ phiếu, cao hơn 10% so với mức giá hiện tại.

Biểu đồ 16. Tổng hợp giả định và định giá

Giả định chính	Giá trị	Chỉ tiêu	Giá trị
Beta	0.66	Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền 2025-2029 (Tỷ VNĐ)	43,652
Lãi suất phi rủi ro	4.6%	Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng (Tỷ VNĐ)	82,062
Phân bù rủi ro	8.35%	Tổng giá trị hiện tại (Tỷ VNĐ)	125,714
Chi phí vốn chủ	10.1%	Tiền mặt ròng (Tỷ VNĐ)	15,697
Chi phí lãi vay	2.6%	Cổ đông không kiểm soát (Tỷ VNĐ)	-3,896
Tăng trưởng dài hạn	2%	Giá trị VCSH (tỷ VNĐ)	137,516
WACC	9.6%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	2,090
		Giá trị VCSH/ cổ phiếu (VNĐ)	65,798

Nguồn: KBSV tính toán

Biểu đồ 17. Giá/ giá trị sổ sách (PB) và Lợi nhuận/ vốn chủ (ROE) của VNM



Nguồn: KBSV tính toán

Vinamilk (VNM) – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2023A-2026F

Báo cáo Kết quả HKKD (Tỷ VND)					Bảng cân đối kế toán (Tỷ VND)				
(Báo cáo chuẩn)					(Báo cáo chuẩn)				
	2023	2024	2025F	2026F		2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần	60,369	61,783	60,833	65,273	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	52,673	55,049	53,752	55,337
Giá vốn hàng bán	35,824	36,192	35,613	38,233	Tài sản ngắn hạn	35,936	37,554	36,582	38,387
Lãi gộp	24,545	25,590	25,220	27,039	Tiền và tương đương tiền	2,912	2,226	2,245	3,124
Thu nhập tài chính	1,586	1,760	1,696	1,719	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	20,137	23,260	22,185	22,353
Chi phí tài chính	428	456	475	500	Các khoản phải thu	6,530	6,234	6,168	6,597
Trong đó: Chi phí lãi vay	279	298	308	322	Hàng tồn kho, ròng	6,128	5,687	5,838	6,167
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0	0	0	0	Tài sản dài hạn	16,737	17,496	17,170	16,949
Chi phí bán hàng	13,018	13,358	13,628	14,226	Phải thu dài hạn	16	18	18	18
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1,756	1,828	1,870	2,007	Tài sản cố định	12,745	12,604	12,203	11,882
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	10,929	11,709	10,943	12,026	Tài sản dở dang dài hạn	937	1,540	1,925	2,218
Thu nhập khác	353	231	0	0	Đầu tư dài hạn	831	1,373	1,373	1,373
Chi phí khác	289	-225	0	0	Lợi thế thương mại	1,322	1,076	831	585
Thu nhập khác, ròng	64	6	0	0	NỢ PHẢI TRẢ	17,648	18,875	18,496	20,260
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	-81	32	39	39	Nợ ngắn hạn	17,139	18,460	17,983	19,731
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	10,968	11,600	11,066	12,067	Phải trả người bán	3,806	3,874	3,914	4,201
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	1,949	2,147	1,992	2,172	Người mua trả tiền trước	165	192	192	192
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	9,020	9,453	9,074	9,895	Vay ngắn hạn	8,218	9,115	9,180	9,752
Lợi ích của cổ đông thiểu số	146	61	58	63	Nợ dài hạn	509	415	514	529
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	8,874	9,392	9,016	9,832	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	270	257	257	257
					Quỹ đầu tư phát triển	0	0	0	0
Chỉ số hoạt động					Vay dài hạn	239	158	257	272
	2023	2024	2025F	2026F	VỐN CHỦ SỞ HỮU	35,026	36,174	35,256	35,077
Tỷ suất lợi nhuận gộp	40.7%	41.4%	41.5%	41.4%	Vốn góp	20,900	20,900	20,900	20,900
Tỷ suất EBITDA	19.6%	20.2%	20.0%	20.5%	Thặng dư vốn cổ phần	34	34	34	34
Tỷ suất EBIT	16.2%	16.8%	16.0%	16.6%	Lãi chưa phân phối	3,926	3,471	9,573	9,331
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	18.2%	18.8%	18.2%	18.5%	Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Tỷ suất lãi hoạt động KD	18.1%	19.0%	18.0%	18.4%	Quỹ đầu tư phát triển	6,164	7,079	0	0
Tỷ suất lợi nhuận thuần	14.7%	15.2%	14.8%	15.1%	Lợi ích cổ đông không kiểm soát	3,329	3,896	3,954	4,018
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (VND)	2023	2024	2025F	2026F	Chỉ số chính (x, %, VND)				
Lãi trước thuế	10,968	11,600	11,066	12,067	Chỉ số định giá				
Khấu hao TSCĐ	2,300	2,341	2,453	2,593	P/E	14.4	13.6	14.2	13.0
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-1,429	-1,433	-1,760	-1,696	P/E pha loãng	14.4	13.6	14.2	13.0
Chi phí lãi vay	420	359	456	475	P/B	4.0	4.0	4.1	4.1
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	12,260	12,867	12,214	13,439	P/S	2.1	1.3	1.2	1.1
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-245	333	66	-429	P/Tangible Book	3.8	2.0	1.8	1.6
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-1,021	-54	-642	-846	P/Cash Flow	211.3	-184.5	6,428.1	145.8
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-443	-188	39	288	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	11.5	9.4	7.6	6.8
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	8	91	-448	52	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	14.0	12.8	9.9	8.8
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-2,670	-3,363	-3,418	-2,847	Hiệu quả quản lý				
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	7,888	9,686	7,812	9,656	ROE%	29%	29%	28%	32%
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-1,580	-1,742	-1,699	-1,801	ROA%	18%	17%	17%	18%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	105	114	0	0	ROIC%	24%	23%	22%	24%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-2,856	-3,620	0	-169	Cấu trúc tài chính				
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	0	0	1,076	0	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.2	0.1	0.1	0.2
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-36	0	0	0	Tỷ suất thanh toán nhanh	1.3	1.4	1.4	1.3
Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	11	36	0	0	Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.1	2.0	2.0	1.9
Cổ tức và tiền lãi nhận được	1,368	1,473	1,760	1,696	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-2,989	-3,739	1,136	-274	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	490	722	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.5	0.5	0.5	0.6
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	-143	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.2	0.2	0.2
Tiền thu được các khoản đi vay	11,788	17,420	9,436	10,024	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.5	0.5	0.5	0.6
Tiền trả các khoản đi vay	-8,277	-16,625	-9,273	-9,436	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.3	0.3	0.4
Cổ tức đã trả	-8,152	-8,160	-9,091	-9,091	Tổng công nợ/Vốn CSH	0.5	0.5	0.5	0.6
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.3	0.3	0.3	0.4
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-4,293	-6,641	-8,928	-8,504	Chỉ số hoạt động				
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	606	-694	20	879	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	13	13	13	13
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	2,300	2,912	2,226	2,245	Hệ số quay vòng HTK	6	6	6	6
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	2,906	2,218	2,246	3,124	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	9	9	9	9

Nguồn: VNM, KBSV

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

Công nghiệp & Nguyên vật liệu

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên cao cấp

nguyennd1@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhtd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@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, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Quận 1, 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, số 37 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Hotline: 1900 1711

Email: info@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
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, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. 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, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.