

Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam (VNM)

Hưởng lợi ngắn hạn khi giá sữa bột giảm

24/11/2022

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

KQKD 9T2022 đi ngang so với cùng kỳ

Luỹ kế 9 tháng đầu năm 2022, VNM ghi nhận doanh thu thuần hợp nhất đạt 44,887 tỷ đồng - đi ngang so với cùng kỳ, lợi nhuận sau thuế (LNST) đạt 6,708 tỷ đồng, giảm 20% so với 9T2021. Với kết quả này, công ty đã hoàn thành 70.2% kế hoạch doanh thu, 68.7% kế hoạch LNST năm 2022. So với dự phóng của chúng tôi, tỷ lệ hoàn thành lần lượt 72.1% và 70.5%.

Kỳ vọng BLNG cải thiện trong bối cảnh giá sữa bột nguyên vật liệu đã hạ nhiệt

VNM đã ký hợp đồng chốt giá sữa bột trong 3-6 tháng tới, với xu hướng giá nguyên liệu này đang giảm mạnh từ đỉnh, chúng tôi kỳ vọng BLNG sẽ được cải thiện đáng kể từ quý 4 năm nay. Mặc dù lãi suất và đồng USD tăng sẽ làm tăng chi phí của các nhà nhập khẩu, nhưng giá sữa bột giảm mạnh hơn sẽ bù đắp được phần nào vấn đề này. Chúng tôi duy trì mức BLNG cả năm 2022 là hơn 41%.

Mở rộng trang trại, nhà máy nhằm nâng khả năng tự chủ đầu vào và công suất sản xuất trong dài hạn

Với 3 dự án trang trại bò sữa, chúng tôi ước tính quy mô đàn bò của VNM sẽ tăng thêm 20.000-30.000 con bò, qua đó nâng khả năng tự chủ sữa nguyên liệu thêm 18%. Nhà máy sữa tại Hưng Yên và Mộc Châu dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ năm 2025, công suất sản xuất của VNM sẽ tăng thêm 30-40%.

Khuyến nghị: NẮM GIỮ - Giá mục tiêu: 88,100 VNĐ/cp

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng doanh thu thuần và LNST năm 2022 lần lượt đạt 62,278 tỷ đồng (+2.23% YoY), 9,507 tỷ đồng (-10.5% YoY). Với năm 2023, doanh thu thuần có thể đạt 65,081 tỷ đồng (+4.5% YoY), LNST đạt 10,105 tỷ đồng (+6.2% YoY). Kết hợp 2 phương pháp định giá DCF và so sánh P/E (tỷ trọng 50-50), chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 88,100 VNĐ/cp.

NẮM GIỮ

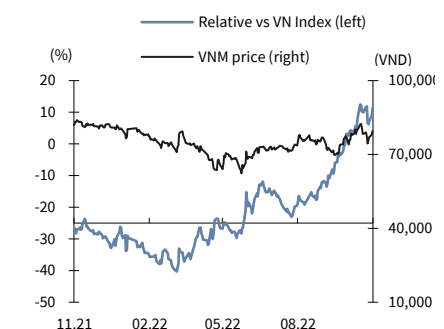
Giá mục tiêu	VND 88,100
Tăng/giảm (%)	11%
Giá hiện tại (23/11/2022)	79,400
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ti USD)	157/6.3

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	5	5	16	-13
Tương đối	9	31	42	11

Dự phóng KQKD & định giá

FY - end	2020A	2021A	2022E	2023E
Doanh số thuần (tỷ VND)	59,636	60,919	62,278	65,081
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	13,539	12,728	11,491	12,215
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	11,236	10,633	9,507	10,105
EPS (nghìn VND)	4,770	4,517	4,501	4,787
Tăng trưởng EPS (%)	-12.9	-5.3	-0.4	6.4
P/E (x)	22.8	19.1	14.8	13.9
P/B (x)	6.8	5.0	3.7	3.7
ROE (%)	36	33	28	29
Tỷ suất cổ tức, phổ thông (%)	45	35	40	40



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Kết quả kinh doanh 3Q2022

KQKD 9T2022 đi ngang so với mức nền cao cùng kỳ

Luỹ kế 9 tháng đầu năm 2022, VNM ghi nhận doanh thu thuần hợp nhất đạt 44,887 tỷ đồng - đi ngang so với cùng kỳ, lợi nhuận sau thuế (LNST) đạt 6,708 tỷ đồng, giảm 20% so với 9T2021. Với kết quả này, công ty đã hoàn thành 70.2% kế hoạch doanh thu, 68.7% kế hoạch LNST năm 2022. So với dự phóng của chúng tôi, Vinamilk đã hoàn thành lần lượt 72.1% và 70.5%.

Riêng trong quý 3 năm nay, doanh thu thuần đạt 16,079 tỷ đồng, gần bằng mức nền cao của Q3/2021 trong bối cảnh giãn cách xã hội khiến nhiều doanh nghiệp đứt gãy chuỗi cung ứng trong khi VNM phát huy được lợi thế kênh phân phối bao phủ cả nước.

Doanh thu nội địa tăng trưởng so với quý trước, ổn định so với cùng kỳ

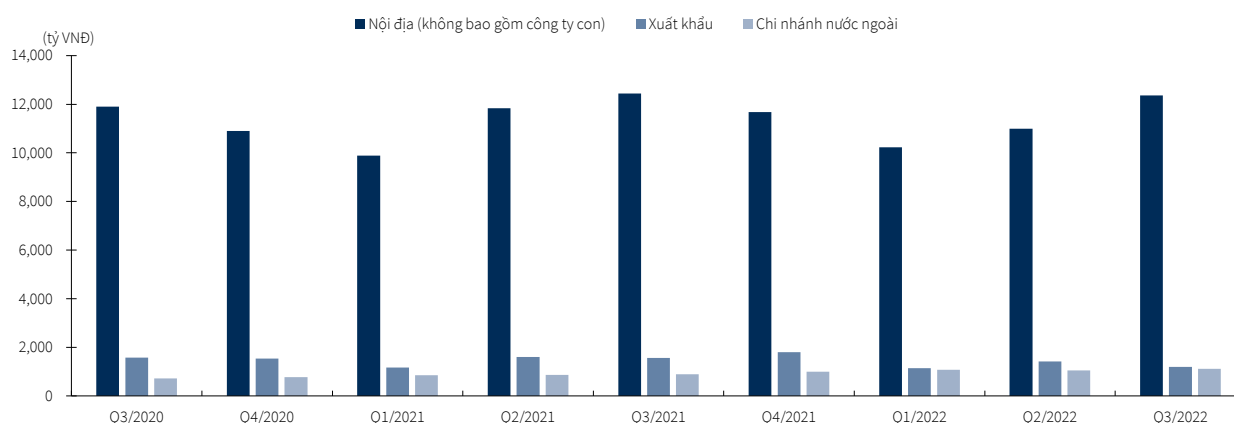
Doanh thu thuần nội địa Q3/2022 đạt 13,775 tỷ đồng, tăng 10% so với Q2/2022 và tương đương với mức cùng kỳ. Ban lãnh đạo cho biết, từ cuối quý 3 thị phần của các ngành hàng quan trọng bắt đầu ghi nhận sự phục hồi. Công ty đã tiến hành cải tiến các chính sách thương mại nhằm cân bằng lợi ích, tránh xung đột về khuyến mãi, giá bán trong hệ thống phân phối đa kênh. Do vậy, mức tiêu thụ ở các kênh phân phối tương đối ổn định, cụ thể: kênh truyền thống tăng trưởng nhẹ; kênh Khách hàng đặc biệt tăng trưởng 40% YoY khi hoạt động của các cơ sở ăn uống hoàn toàn hồi phục; kênh hiện đại mở thêm 600 điểm lẻ mới phản ánh xu hướng dịch chuyển mua sắm sang kênh này.

Công ty con Mộc Châu Milk (MCM) ghi nhận doanh thu tăng trưởng nhẹ 4.6% YoY. Cũng trong quý này, MCM đã phối hợp cùng VNM cho ra mắt thị trường 2 dòng sản phẩm mới.

Các chi nhánh nước ngoài có mức tăng trưởng tốt, bù đắp cho những khó khăn tại thị trường xuất khẩu

Chi nhánh nước ngoài ghi nhận doanh thu thuần đạt 1,117 tỷ đồng (+26.1% YoY), trong đó tăng trưởng của Driftwood gần 30% và Angkormilk trên 20%. Trong khi đó, hoạt động xuất khẩu trong quý 3 vẫn gặp nhiều khó khăn do lạm phát đã làm suy giảm sức mua của người dùng tại Trung Đông.

Biểu đồ 1. Doanh thu ở các thị trường của VNM theo quý



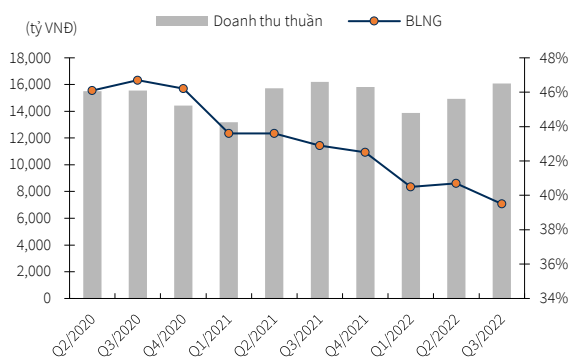
Nguồn: VNM, KBSV

Biên lợi nhuận gộp tiếp tục bị thu hẹp do vẫn chịu ảnh hưởng bởi giá nguyên vật liệu

Biên lợi nhuận gộp (BLNG) trong quý 3 đã giảm xuống mức 39.5% - thấp hơn 339 điểm cơ bản so với cùng kỳ do công ty đã chốt giá sữa bột đến tháng 8/2022 nên chi phí NVL trong quý này vẫn cao dù giá sữa bột đã giảm 28% từ mức đỉnh hồi tháng 3/2022. BLNG của MCM được cải thiện đáng kể lên mức 33.1% nhờ tác động của việc tối ưu chi phí sản xuất thông qua thế mạnh sẵn có của Vinamilk.

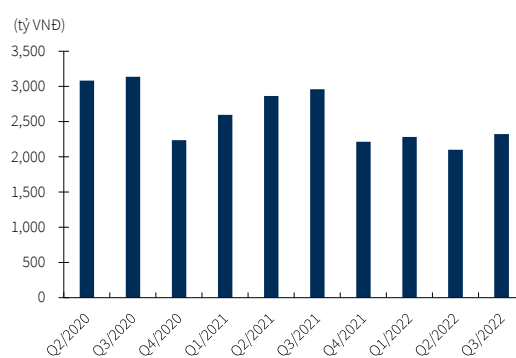
Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp không thay đổi nhiều so với cùng kỳ nhưng đã cải thiện tương đối so với quý trước cho thấy nỗ lực của VNM trong việc quản lý chi phí vận hành để bù đắp áp lực BLNG.

Biểu đồ 2. Doanh thu thuần và biên lợi nhuận gộp của VNM



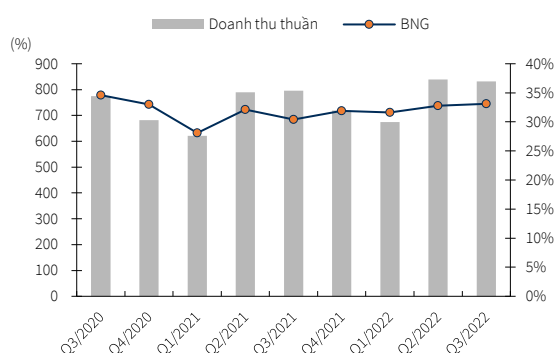
Nguồn: VNM, KBSV

Biểu đồ 3. Lợi nhuận sau thuế theo quý của VNM



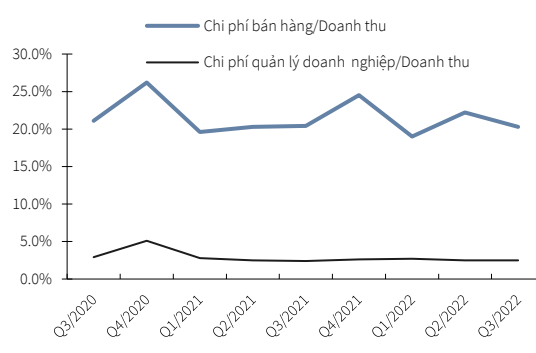
Nguồn: VNM, KBSV

Biểu đồ 4. Doanh thu thuần và biên lợi nhuận gộp của MCM



Nguồn: MCM, KBSV

Biểu đồ 5. Tỷ lệ CPBH/Doanh thu và CPQL/Doanh thu



Nguồn: VNM, KBSV

Kỳ vọng BLNG cải thiện nhờ giá nguyên liệu giảm, các dự án mới sẽ hỗ trợ tăng trưởng trong dài hạn

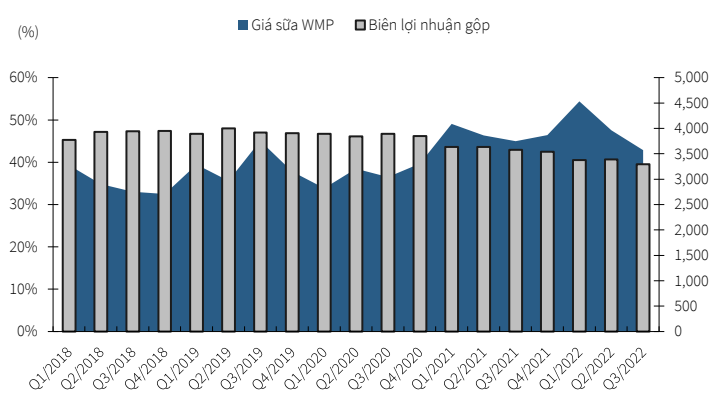
Kỳ vọng BLNG cải thiện trong bối cảnh giá sữa bột nguyên liệu đã hạ nhiệt

Ngoại trừ sản phẩm sữa nước VNM có thể tự chủ 100% nguyên liệu đầu vào thì các dòng sản phẩm khác đều phải sử dụng nguyên liệu sữa bột nhập khẩu từ các nước Mỹ, New Zealand... do đó sẽ chịu rủi ro biến động giá cả trên thị trường quốc tế. Thời gian gần đây, giá sữa bột nguyên kem (Whole Milk Powder - WMP) và sữa bột gầy (Skim Milk Powder - SMP) có xu hướng giảm mạnh từ mức đỉnh trong Q1/2022 do sản lượng nhập khẩu từ Trung Quốc giảm. Theo Trade Data Monitor, lượng nhập khẩu WMP và SMP tại Trung Quốc trong 9 tháng đầu năm đã giảm 17% so với cùng kỳ năm 2021. Chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ tiếp tục duy trì trong những tháng cuối năm 2022 và có thể kéo dài sang năm 2023 bởi lượng hàng tồn kho và cung nội địa của Trung Quốc vẫn tương đối dồi dào. USDA dự báo năm 2023 sản lượng WMP, SMP nội địa sẽ đạt lần lượt 1.1 triệu tấn (+3% YoY) và 25 nghìn tấn (ngang mức cùng kỳ), nên lượng nhập khẩu của Trung Quốc 2 sản phẩm này trong năm tới sẽ tương đương năm 2022 cho WMP, và giảm 3% YoY cho SMP.

Theo VNM, công ty đã ký hợp đồng chốt giá sữa bột trong 3-6 tháng tới, do vậy chúng tôi kỳ vọng BLNG sẽ được cải thiện đáng kể từ quý 4 năm nay. Mặc dù lãi suất và đồng USD tăng sẽ làm tăng chi phí của các nhà nhập khẩu, nhưng giá sữa bột giảm mạnh hơn sẽ bù đắp được phần nào vấn đề này. Chúng tôi duy trì mức BLNG cả năm 2022 là hơn 41%.

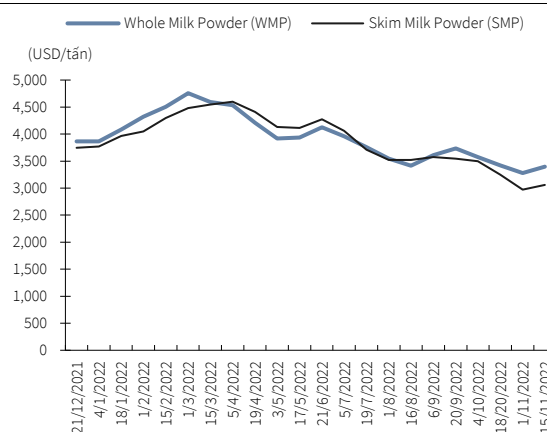
Ngoài ra, BLĐ cũng cho biết hiện VNM đã thử nghiệm chiết suất thành công sữa bột gầy và bơ. Sữa nguyên liệu thường cho năng suất cao hơn vào mùa đông trong khi cầu không thay đổi đáng kể đã dẫn đến tình trạng dư thừa. VNM đã đầu tư dây chuyền sản xuất để giải quyết vấn đề dư thừa đồng thời cho ra 2 loại sản phẩm trong đó sữa bột gầy là nguyên liệu công ty đang phải nhập ngoài. Mặc dù chưa thể tối ưu về mặt chi phí, song với dây chuyền này VNM đang dần tự chủ hơn về nguyên liệu sữa bột.

Biểu đồ 6. Biến động giá sữa bột nguyên kem và BLNG của VNM



Nguồn: Global Dairy Trade, VNM, KBSV

Biểu đồ 7. Giá WMP và SMP trên thị trường



Nguồn: Global Dairy Trade, KBSV

Mở rộng trang trại, nhà máy nhằm nâng khả năng tự chủ đầu vào và công suất sản xuất trong dài hạn

Năm 2021 Vinamilk là đơn vị sở hữu 13 trang trại bò sữa với tổng đàn bò lên tới hơn 160.000 con bò, cung cấp 391 triệu lít sữa. Công ty có kế hoạch mở rộng trang trại nuôi thông qua thực hiện các dự án trang trại bò sữa dự kiến sẽ khánh thành và đi vào hoạt động từ năm 2023/2024. Với 3 dự án bò sữa bao gồm Tổ hợp Trang trại bò sữa Lao-Jagro, Trang trại sinh thái, bò sữa công nghệ cao Mộc Châu và Nâng cấp Trung tâm Giống bò sữa Mộc Châu 2, chúng tôi ước tính quy mô đàn bò của VNM sẽ tăng thêm 20.000-30.000 con bò, qua đó nâng khả năng tự chủ sữa nguyên liệu thêm 18%.

Đối với hệ thống nhà máy, VNM đang triển khai 2 dự án trọng điểm là nhà máy sữa ở Hưng Yên (tổng vốn đầu tư 4,600 tỷ đồng, công suất khoảng 400 triệu lít/năm) và nhà máy Mộc Châu (tổng vốn đầu tư 2,000 tỷ đồng, công suất 500 tấn sữa/năm trong giai đoạn 1 và 1,000 tấn/năm giai đoạn 2). Dự kiến trong giai đoạn từ năm 2025 khi các nhà máy đi vào hoạt động, công suất sản xuất của VNM sẽ tăng thêm 30-40%.

Với dự án bò thịt liên doanh JVL giữa Vilico (VNM sở hữu 68%) liên doanh đối tác Nhật Bản, chúng tôi đánh giá dự án này có nhiều tiềm năng trở thành động lực tăng trưởng của VNM khi thị trường thịt bò cao cấp tại Việt Nam còn phân mảnh. Hiện tại, liên doanh JVL đã tiến hành nuôi, bán thử nghiệm sản phẩm bò thịt tại Việt Nam và bước đầu xây dựng mạng lưới khách hàng. Dự kiến các sản phẩm sẽ có mặt trên thị trường trong năm 2023 hoặc 2024 với 3 đầu phân phối chính là nhà hàng-khách sạn, hệ thống siêu thị và các điểm bán của các hộ kinh doanh nhỏ lẻ.

Bảng 1. Tổng hợp các dự án của Vinamilk và đánh giá của KBSV

STT	Dự án	Tổng vốn đầu tư	Thời gian hoạt động dự kiến	Quy mô	Công suất dự kiến	Nhận định của KBSV
1	Tổ hợp Trang trại bò sữa Lao-Jagro	150 triệu USD	2023	24.000 con bò		Đến năm 2023, khi các dự án đi vào hoạt động, quy mô đàn bò của VNM sẽ được mở rộng thêm 28-30 nghìn con bò. KBSV dự báo VNM có thể nâng khả năng tự chủ nguyên liệu sữa tươi đầu vào thêm 18%.
2	Trang trại sinh thái, bò sữa công nghệ cao Mộc Châu	1.000 tỷ VND	2024	Trang trại 150 ha, nuôi 4.000 con bò sữa	20 triệu lít/năm	
3	Nâng cấp Trung tâm Giống bò sữa Mộc Châu 2	150 tỷ VND	2024 - 2025	Nâng cấp lên 2.000 con bò		
4	Nhà máy chế biến sữa công nghệ cao Mộc Châu	2.000 tỷ VND	2024 - 2025	n/a	GĐ1: 500 tấn sữa/ngày GĐ2: 1.000 tấn/ngày	Đây là những dự án trọng điểm nhằm đáp ứng nhu cầu thị trường trong 2-3 năm tới khi các nhà máy của Vinamilk tại miền Bắc hiện đang đạt trên 70% công suất. Chúng tôi dự phóng tổng công suất nhà máy của VNM sẽ tăng 30-40% trong giai đoạn 2025-2027
5	Nhà máy sữa tại Hưng Yên 2 giai đoạn	4.600 tỷ VND	2025	n/a	GĐ1: 200 triệu lít/năm GĐ2: 200 triệu lít/năm	
6	Dự án bò thịt liên doanh với Nhật Bản	2.985 tỷ VND	2024	30.000 con bò	Công suất giết mổ - chế biến - đóng gói 100 con/ngày	Đây có thể là động lực tăng trưởng mới của VNM bởi (1) thị trường thịt bò cao cấp tại Việt Nam khá phân mảnh; (2) công ty có lợi thế về quy mô, chất lượng bò giống, Kinh nghiệm chăn nuôi lâu năm

Nguồn: VNM, KBSV

Dự phóng và định giá

Dự phóng Kết quả kinh doanh

Chúng tôi điều chỉnh hạ dự phóng KQKD so với báo cáo gần nhất do quý 4 không phải là quý cao điểm bán hàng, bên cạnh đó rủi ro lạm phát có thể làm giảm sức mua. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần và LNST năm 2022 lần lượt 62,278 tỷ đồng (+2.23% YoY), 9,507 tỷ đồng (-10.5% YoY). Với năm 2023, doanh thu thuần có thể đạt 65,081 tỷ đồng (+4.5% YoY), LNST đạt 10,105 tỷ đồng (+6.2% YoY). Chúng tôi đánh giá VNM vẫn là cổ phiếu phòng thủ, với tốc độ tăng trưởng kép của doanh thu thuần hàng năm khoảng 5-6% trong giai đoạn 2023-2026.

Bảng 1. Tóm tắt thay đổi dự phóng

	Dự phóng mới		Dự phóng cũ		Thay đổi(%)		Đánh giá của KBSV
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	
Doanh thu	62,278	65,081	62,781	65,105	-0.8%	+0.1%	Điều chỉnh giảm doanh thu do quý 4 không phải là quý cao điểm bán hàng. Áp lực lạm phát có thể ảnh hưởng đến sức mua
<i>Nội địa</i>	52,149	53,724	52,149	53,461	0.0%	+0.5%	
<i>Nước ngoài</i>	10,129	11,357	10,632	11,644	-4.7%	-2.5%	Chúng tôi giảm kỳ vọng tăng trưởng với thị trường xuất khẩu Trung Đông khi nhu cầu tại thị trường này vẫn giảm gây ra bởi lạm phát và những bất ổn chính trị
Lợi nhuận gộp	25,728	27,182	25,856	27,493	-0.5%	-1.1%	BLNG kỳ vọng được cải thiện ở mức 41.31% trong năm 2022 do được hưởng lợi bởi giá nguyên liệu đầu vào giảm
Chi phí bán hàng	(13,701)	(14,318)	(13,996)	(14,514)	-2.1%	-1.4%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(1,619)	(1,692)	(1,570)	(1,675)	+3.1%	+1.0%	
Lợi nhuận sau thuế	9,507	10,105	9,484	10,360	+0.2%	-2.5%	LNST dự phóng mới cho năm 2022 giảm 10.5% so với năm 2021

Nguồn: KBSV

Định giá và khuyến nghị: khuyến nghị **NẮM GIỮ**, giá mục tiêu **88,100 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. Chúng tôi điều chỉnh nâng giá mục tiêu từ 84,100 VNĐ/cp (báo cáo gần nhất) lên 88,100 VNĐ/cp với tiềm năng tăng giá 11% so với giá đóng cửa ngày 23/11/2022. Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** cổ phiếu VNM do thời gian gần đây cổ phiếu này có hiệu suất vượt trội so với thị trường chung, đã phản ánh một phần kỳ vọng tăng trưởng trong năm 2023.

Bảng 3. Tổng hợp kết quả định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Kết quả định giá
DCF	50%	89,850
So sánh P/E	50%	86,428
Tổng hợp	100%	88,100

Nguồn: KBSV

Báo cáo Kết quả HĐKD

(Tỷ VND)	2020A	2021A	2022E	2023E
Doanh thu thuần	59,636	60,919	62,278	65,081
Giá vốn hàng bán	-31,968	-34,641	-36,550	-37,899
Lãi gộp	27,669	26,278	25,728	27,182
Doanh thu tài chính	1,581	1,215	1,414	1,469
Chi phí tài chính	-309	-202	-330	-426
Gồm: Chi phí lãi vay	-144	-89	-206	-291
Lãi/(lỗ) liên doanh	4	-45	0	0
Chi phí bán hàng	-13,447	-12,951	-13,701	-14,318
Chi phí quản lý DN	-1,958	-1,567	-1,619	-1,692
Lãi/(lỗ) từ HĐ kinh doanh	13,539	12,728	11,491	12,215
Lãi/(lỗ) khác	-21	195	103	107
Lãi/(lỗ) trước thuế	13,519	12,922	11,594	12,323
Thuế doanh nghiệp	-2,283	-2,290	-2,087	-2,218
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	11,236	10,633	9,507	10,105
Lợi ích của cổ đông thiểu số	137	100	100	100
Lợi nhuận sau CĐTTS	11,099	10,532	9,407	10,005

Chỉ số hoạt động

(%)	2020A	2021A	2022E	2023E
Tăng trưởng doanh thu	6%	2%	2%	5%
Tăng trưởng EBIT	6%	-5%	-9%	7%
Tăng trưởng EBITDA	4%	-4%	-8%	6%
Tăng trưởng LN sau CĐTTS	5%	-5%	-11%	6%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	46%	43%	41%	42%
Tỷ suất EBITDA	26%	24%	22%	22%
Tỷ suất EBIT	23%	21%	19%	19%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	23%	21%	19%	19%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	19%	17%	15%	15%

Lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VND)	2020A	2021A	2022E	2023E
Lãi trước thuế	13,519	12,922	11,594	12,323
Khấu hao TSCĐ	2,817	2,367	1,784	1,802
(Lãi)/lỗ từ HĐ đầu tư	-301	-987	-987	-987
Thay đổi vốn lưu động	-1,174	-1,293	-3	78
(T)/G phải thu	-716	-517	4	-397
(T)/G hàng tồn kho	-270	-2,261	1219	-1,677
(T)/G TS ngắn hạn khác	0	0	0	0
(T)/G khoản phải trả	-213	1,484	-1,254	2,116
(T)/G chi phí trả trước	24	0	28	36
(T)/G nợ ngắn hạn khác	0	0	0	0
Điều chỉnh khác HĐKD	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền HĐKD	10,180	9,432	9,104	9,852
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0
Đầu tư tài sản cố định	-1,265	-1,531	-2,455	-2,510
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư vào công ty con	0	-23	0	0
Tài sản khác	0	0	0	0
Điều chỉnh khác HĐĐT	-3,537	-2,379	1,972	1,156
Lưu chuyển tiền HĐ đầu tư	-4,802	-3,933	-483	-1,353
Thu các khoản đi vay	7,769	9,597	8,890	9,293
Trả các khoản đi vay	-5,754	-7,551	-8,735	-9,119
Nợ phải trả khác	0	0	0	0
T/(G) vốn CSH	0	318	0	0
Cổ tức đã trả	-7,928	-7,621	-8,360	-8,360
Điều chỉnh khác HĐTC	-14	0	0	0
Lưu chuyển tiền HĐ tài chính	-5,927	-5,257	-8,205	-8,186
Lưu chuyển tiền trong kỳ	-548	241	415	313
Tiền đầu kỳ	2,665	2,111	2,349	2,764
Tiền cuối kỳ	2,111	2,349	2,764	3,077

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VND)	2020A	2021A	2022E	2023E
Tổng tài sản	48,432	53,332	53,294	56,283
Tài sản ngắn hạn	29,666	36,110	35,975	39,221
Tiền & tương đương tiền	2,111	2,349	2,764	3,077
Đầu tư ngắn hạn	17,315	21,026	21,694	22,481
Khoản phải thu	4,174	4,368	4,364	4,761
Hàng tồn kho	4,953	6,820	5,602	7,279
Tài sản ngắn hạn khác	1,118	1,547	1,552	1,624
Tài sản dài hạn	18,767	17,222	17,319	17,062
Khoản phải thu dài hạn	20	17	0	0
Tài sản cố định	12,717	11,620	10,189	8,743
BĐS đầu tư	60	60	43	25
Tài sản dở dang dài hạn	794	835	1,855	2,920
Đầu tư dài hạn	988	763	970	1,014
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	4,187	3,928	4,262	4,360
Nợ phải trả	14,785	17,482	16,151	18,595
Nợ ngắn hạn	14,213	17,068	15,663	18,109
Phải trả người bán	3,199	4,214	2,960	5,076
KH trả tiền trước	16	4	8	8
Vay ngắn hạn	7,316	9,382	9,569	9,764
Khoản dự trữ đặc biệt	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn khác	3,681	3,468	3,126	3,261
Nợ dài hạn	573	414	488	487
Khoản phải trả dài hạn	0	0	0	0
Vay dài hạn	167	76	49	32
Nợ dài hạn khác	405	338	438	455
Vốn chủ sở hữu	31,297	33,083	34,376	34,920
Vốn góp	20,900	20,900	20,900	20,900
Thặng dư vốn cổ phần	0	34	34	34
Cổ phiếu quỹ	(12)	0	0	0
Lãi chưa phân phối	6,910	7,594	7,935	7,467
Vốn và quỹ khác	3,489	4,555	5,507	6,520
Lợi ích của cổ đông thiểu số	2,350	2,767	2,767	2,767
Tổng nợ & vốn	48,432	53,332	53,294	56,283

Chỉ số chính

(x, % VND)	2020A	2021A	2022E	2023E
Chỉ số định giá				
P/E	22.8	19.1	14.8	13.9
P/E pha loãng	22.8	19.1	14.8	13.9
P/B	6.8	5.0	3.7	3.7
P/S	3.2	3.0	2.2	2.1
EV/EBITDA	13	17	18	17
EV/EBIT	15	19	21	19
Lãi cơ bản/cp (EPS)	4,770	4,517	4,501	4,787
Cổ tức/cp (DPS)	4,553	3,647	4,001	4,001
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	45%	35%	35%	35%
Chỉ số khả năng sinh lời				
ROE	36%	33%	28%	29%
ROA	23%	21%	18%	18%
ROIC	29%	25%	22%	23%
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ phải trả/Vốn CSH	0.5	0.5	0.5	0.5
TS thanh toán hiện thời	2.1	2.1	2.3	2.2
TS khả năng trả lãi vay	95.0	146.5	57.2	43.3
Chỉ số hoạt động				
Hệ số vòng quay tài sản	14	12	12	12
Hệ số vòng quay phải thu	14	14	14	14
Hệ số vòng quay HTK	6.1	5.9	5.9	5.9
Hệ số vòng quay phải trả	9.3	9.8	9.8	9.8

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

Dầu khí & Tiện ích

Tiêu Phan Thanh Quang – Chuyên viên phân tích
quangtpt@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

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
anhtd@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

Website: 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 đọc 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.

