

CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM – HOSE)

Thay đổi nhận diện để củng cố vị thế

KHẢ QUAN

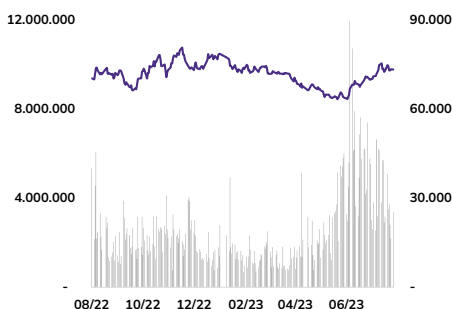
Nguyễn Phương Thảo

Email: thao.nphuong@abs.vn

THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành	: Tiêu dùng
Ngày báo cáo	: 14/09/2023
Giá hiện tại (VND/CP)	: 79.400
Giá mục tiêu (VND/CP)	: 89.300
Tỷ lệ tăng (%)	: +12,5%
Vốn hóa (Tỷ VND)	: 165.943
SLCPLH (CP)	: 2.089.956.345

DIỄN BIẾN GIÁ



Nguồn: ABS Research

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2Q22	2Q23
Tăng trưởng DTT (%)	-5%	2%
Tăng trưởng LNST (%)	-26,6%	6,0%
Biên LNG (%)	40,7%	40,5%
Biên LNST (%)	14,0%	14,5%
ROA (%)	3,9%	4,40%
ROE (%)	5,9%	6,38%
Nợ vay/VCSH (lần)	0,27	0,17
EPS (VND/CP)	4.531	3.935
BVPS (VND/CP)	16.333	16.014

Luận điểm đầu tư

- Chúng tôi dự báo doanh thu của VNM 2023F và 2024F lần lượt đạt **61.847 tỷ đồng (+3,2% svck)** và **63.703 tỷ đồng (+3% svck)**; LNST 2023F và 2024F lần lượt đạt **8.765 tỷ đồng (+2,9% svck)** và **9.762 tỷ đồng (+11% svck)**. Từ đó, chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với VNM do các yếu tố sau:
 - ✓ Các chiến lược dài hơi của VNM trong thời gian tới như chuyển đổi số hệ thống, trẻ hóa đội ngũ nhân sự và thay đổi quy trình quản trị sẽ đem lại hiệu quả tích cực giúp VNM tiếp cận thêm được nhiều đối tượng khách hàng mới, đặc biệt là tệp khách hàng trẻ và củng cố vị thế đầu ngành;
 - ✓ Biên lợi nhuận gộp được cải thiện trong năm 2023 và 2024, lần lượt đạt 40,6% (+70bps svck) và 41,4% (+80bps svck) nhờ giá sữa nguyên liệu đầu vào duy trì ở mức thấp;
 - ✓ Với vị thế dẫn đầu ngành trong nhiều năm, VNM hiện đang chiếm 55% thị phần với quy mô đàn bò sữa, dây chuyền sản xuất và mạng lưới phân phối lớn nhất Việt Nam. Cùng lịch sử chi trả cổ tức đều đặn, tỷ lệ cổ tức tiền mặt cao và nền tảng tài chính vững mạnh, chúng tôi cho rằng VNM sẽ tiếp tục là doanh nghiệp thu hút được sự chú ý của các nhà đầu tư lớn trong thời gian tới.
- Rủi ro**
 - ✓ Nhu cầu sữa nội địa và các thị trường nhập khẩu thấp hơn dự kiến;
 - ✓ Giá sữa nguyên liệu đầu vào cao hơn dự kiến;
 - ✓ Rủi ro cạnh tranh thị phần đến từ các doanh nghiệp cùng ngành.
- Cơ hội tăng giá**
 - ✓ Nhu cầu tiêu thụ sữa nội địa và các thị trường nhập khẩu cao hơn dự kiến;
 - ✓ Tăng trưởng các công ty con ở nước ngoài cao hơn dự kiến.
 - ✓ Việt Nam đẩy nhanh lộ trình được nâng hạng lên thị trường mới nổi, thu hút vốn đầu tư ngoại vào các doanh nghiệp đầu ngành.

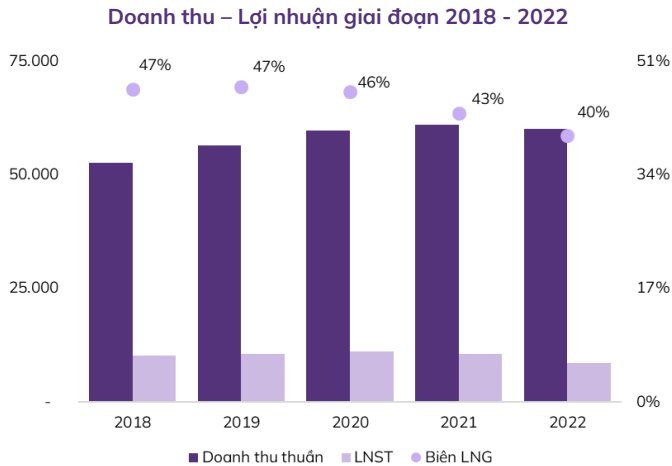
Bảng tổng hợp và dự phóng kết quả kinh doanh của VNM

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	60.919	59.956	61.847	63.703
Tăng trưởng doanh thu thuần (%)	2%	-2%	3%	3%
Lợi nhuận gộp	26.278	23.897	25.113	26.396
Biên lợi nhuận gộp (%)	43,1%	39,9%	40,6%	41,4%
Doanh thu tài chính	1215	1380	1408	1750
Chi phí tài chính	-202	-618	-215	-248
Chi phí bán hàng	-12.951	-12.548	-14.181	-14.479
Chi phí QLDN	-1.567	-1.596	-1.175	-1.210
Lợi nhuận từ HĐKD	12.728	10.491	10.925	12.184
Lãi/Lỗ khác	195	4	198	204
Lợi nhuận trước thuế	12.922	10.496	11.123	12.388
LNST cổ đông Công ty mẹ	10.532	8.516	8.765	9.762
Biên lợi nhuận sau thuế (%)	17%	14%	14%	16%
EPS (đồng/cp)	4.797	3.882	4.390	4.870

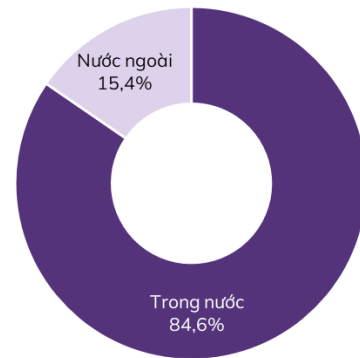
Nguồn: VNM, ABS Research

Cập nhật doanh nghiệp

- Lũy kế cả năm 2022, lợi nhuận của VNM giảm mạnh do áp lực chi phí đầu vào tăng cao. Doanh thu thuần và LNST của VNM lần lượt đạt 59.956 tỷ đồng (-2% svck) và 8.578 tỷ đồng (-19% svck). Biên lợi nhuận gộp của VNM giảm từ 43% (2021) xuống còn 39,9% (2022). Trong năm 2022, giá sữa bột đầu vào đã tăng mạnh, có thời điểm tăng đến 23% gây áp lực lên kết quả kinh doanh của VNM. Với kết quả này, VNM chỉ hoàn thành 94% kế hoạch về doanh thu và 88% kế hoạch về lợi nhuận mà doanh nghiệp đã đặt ra từ đầu năm.



Cơ cấu doanh thu theo khu vực năm 2022



Nguồn: VNM, ABS Research

KQKD 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2023 CỦA VNM

Chỉ tiêu	2Q22	2Q23	%YoY	1Q23	%QoQ	1H22	1H23	%YoY
Doanh thu thuần	14.930	15.195	2%	13.918	9%	28.808	29.113	1,1%
Lợi nhuận gộp	6.077	6.150	1%	5.398	14%	11.701	11.548	-1%
Biên LN gộp	40,7%	40,5%		38,8%		40,6%	39,7%	
Chi phí BH & QLDN	(3.693)	(3.630)	-2%	(3.331)	9%	(6.698)	(6.961)	4%
Tỷ lệ Chi phí BH & QLDN/DTT	24,7%	23,9%		23,9%		23,3%	23,9%	
Doanh thu tài chính	342	384	12%	420	-9%	662	804	21%
Chi phí tài chính	(135)	(116)	-14%	(158)	-27%	(268)	(274)	3%
Chi phí lãi vay	(37)	(96)	161%	(82)	17%	(63)	(178)	184%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	2.601	2.777	7%	2.315	20%	5.373	5.092	-5%
Lợi nhuận trước thuế	2.576	2.728	6%	2.312	18%	5.340	5.040	-6%
LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số	2.083	2.199	6%	1.857	18%	4.348	4.056	-6,7%
Biên LN ròng	14,0%	14,5%		13,3%		15,1%	13,9%	

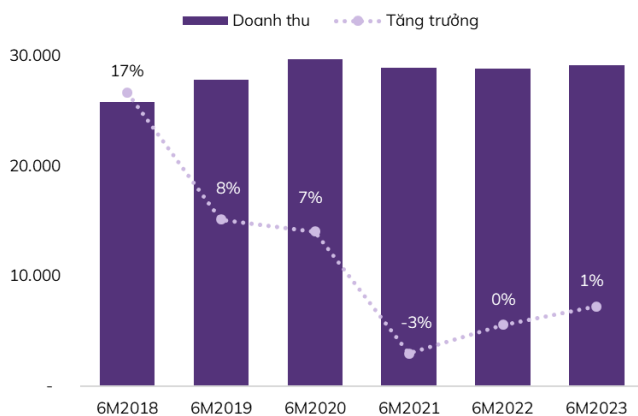
Nguồn: VNM, ABS Research

- Lũy kế 6 tháng đầu năm 2023, doanh thu của VNM tăng nhẹ nhưng LNST ghi nhận giảm svck. Cụ thể, doanh thu của VNM đạt 29.113 tỷ đồng (+1% svck) trong khi LNST đạt 4.056 tỷ đồng (-6,7% svck). Biên LNG 6 tháng 2023 giảm từ mức 40,6% cùng kỳ 2022 xuống còn 39,7%. LNST và biên LNG chịu ảnh hưởng tiêu cực chủ yếu do mức suy giảm trong quý 1 khi doanh thu Q1/2023 gần như không biến động svck và LNST ghi nhận giảm 18% svck. Tuy nhiên, sang tới Q2/2023, kết quả kinh doanh của VNM đã có những chuyển biến tích cực, là quý đầu tiên lợi nhuận đạt tăng trưởng dương kể từ Q4/2020. Trong quý 2, doanh thu và LNST của VNM lần lượt đạt 15.195 tỷ đồng (+2% svck) và 2.199 tỷ đồng (+6% svck) với biên LNG được cải thiện mạnh từ mức 38,8% (Q1/2023) lên 40,5% (Q2/2023) nhờ việc giá sữa nguyên liệu đầu vào giảm mạnh svck giúp VNM giảm bớt áp lực về giá vốn.

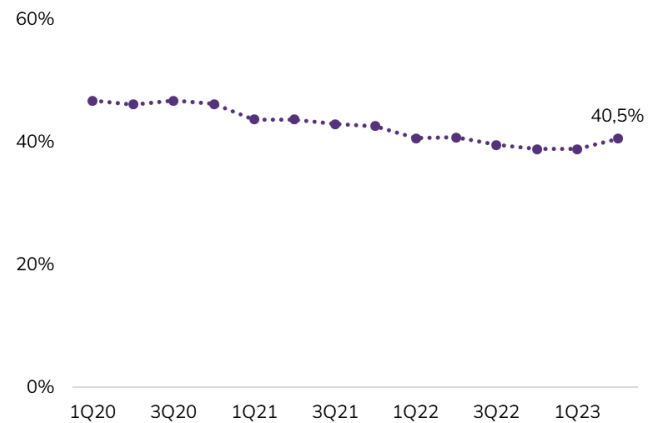
- ✓ Doanh thu nội địa: Trong nửa đầu năm, doanh thu nội địa của VNM đạt 24.279 tỷ đồng (+1% svck). Theo chia sẻ của VNM, sau 2 năm chịu ảnh hưởng bởi Covid19, doanh nghiệp đã giành lại được thị phần trong 6 tháng đầu năm 2023 và kỳ vọng thị phần chung sẽ trở về mức trước giai đoạn Covid trong năm nay nhờ chiến lược tái định vị thương hiệu.
- ✓ Doanh thu nước ngoài: Doanh thu thị trường nước ngoài của VNM trong 6 tháng đầu năm 2023 đạt 4.834 tỷ đồng (+3% svck) nhờ tăng trưởng doanh thu của các công ty con ở nước ngoài, đặc biệt khi doanh thu của Driftworld đã trở về mức bình thường.

Với kết quả này, VNM đã hoàn thành 46% kế hoạch về doanh thu và 47% kế hoạch về LNST mà doanh nghiệp đã đặt ra từ đầu năm.

Doanh thu lũy kế 6 tháng giai đoạn 2018 – 2023



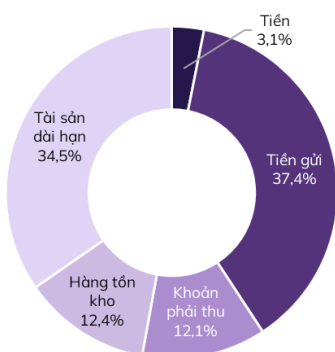
Biên lợi nhuận gộp theo quý từ 2020 – Q2/2023



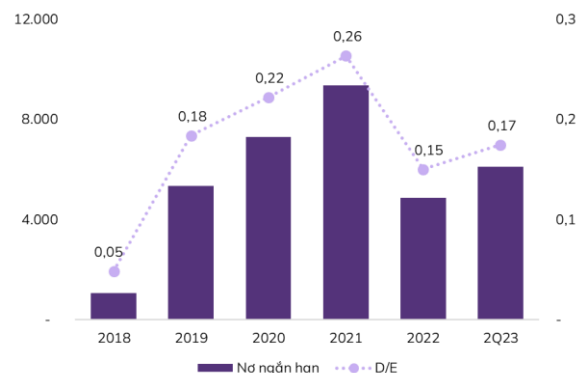
Nguồn: VNM, ABS Research

- **Cơ cấu tài sản lành mạnh với lượng tiền lớn.** Tại 30/06/2023, VNM sở hữu 20.666 tỷ đồng bao gồm cả tiền mặt và tiền gửi ngân hàng, chiếm tới 41% cơ cấu tài sản của doanh nghiệp. Ngoài ra, VNM có dòng tiền khá khỏe với dòng tiền từ hoạt động kinh doanh luôn dương trong nhiều năm. Với thế mạnh sở hữu nguồn tiền dồi dào như vậy, VNM có thể chủ động trong việc mở rộng khai thác các chiến lược mới. Bên cạnh đó, kết thúc Q2/2023, hàng tồn kho của VNM đạt 6.320 tỷ đồng (+14% so với đầu năm) trong đó chủ yếu là nguyên vật liệu, chiếm 14% tổng tài sản và doanh nghiệp đã trích lập dự phòng 26 tỷ đồng cho khoản mục này.
- **Lịch sử chi trả cổ tức cao.** VNM có lịch sử trả cổ tức đều đặn hàng năm với tỷ lệ chi trả rất cao, thường trên 70% LNST trong giai đoạn doanh nghiệp không đầu tư thêm vào các nhà máy hay vùng nguyên liệu. Năm 2023, VNM cũng dự kiến trả cổ tức với tỷ lệ chi trả 50% LNST của công ty mẹ.
- **Nợ vay tăng so với đầu năm.** Tại thời điểm 30/06/2023, tổng nợ vay ngắn và dài hạn của VNM đạt 6.408 tỷ đồng (+30% so với thời điểm đầu năm), trong đó nợ ngắn hạn đạt 6.128 tỷ đồng. Tỷ lệ D/E tăng nhẹ từ 0,15x (đầu năm 2023) lên mức 0,17x tại vào cuối Q2/2023. Tuy nhiên, đây vẫn là mức đòn bẩy khá thấp và VNM sẽ ít phải chịu áp lực về việc chi trả lãi vay trong tương lai.

Cơ cấu tài sản tại 30/06/2023



Tỷ lệ D/E giai đoạn 2018 – Q2/2023

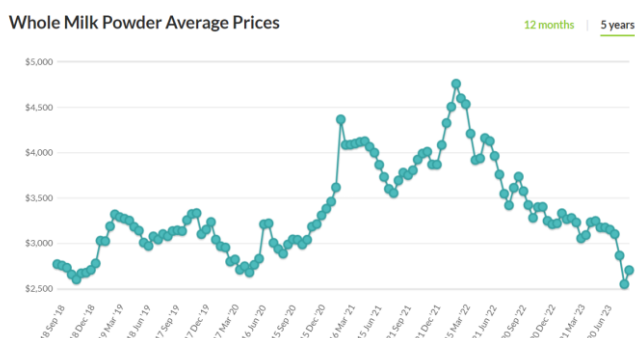


Nguồn: VNM, ABS Research

Triển vọng kinh doanh

- **Giá sữa nguyên liệu đầu vào giảm giúp VNM tiếp tục cải thiện được mức biên lợi nhuận gộp.** Hiện tại, giá 2 loại sữa đầu vào chính của VNM là sữa bột nguyên kem (WMP) và sữa bột tách kem (SMP) đã lần lượt giảm 28% và 36% svck. VNM hiện đã chốt giá sữa nguyên liệu đến hết năm 2023, vì vậy chúng tôi kỳ vọng trong nửa cuối năm biên lợi nhuận gộp của VNM sẽ được cải thiện đáng kể nhờ tồn kho nguyên liệu giá thấp từ Q2/2023. Thêm vào đó, chúng tôi dự báo giá sữa bột đầu vào sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp do nguồn cung tăng, nhu cầu nhập khẩu giảm do Trung Quốc (nước nhập khẩu lớn nhất) đang có chủ trương giảm nhập khẩu để tăng nguồn cung sữa trong nước. Do vậy, mặc dù VNM chưa chốt giá nguyên liệu cho năm 2024, chúng tôi cho rằng rủi ro biến động giá sữa nguyên liệu trong giai đoạn tới là không lớn, biên lợi nhuận của VNM sẽ tiếp tục được duy trì.

Giá sữa bột nguyên kem



Giá sữa bột tách kem



Nguồn: Global Dairy Trade, ABS Research

- **Kỳ vọng chiến lược dài hơi của VNM sẽ giúp doanh nghiệp gia tăng độ nhận diện và tiếp cận thêm nhiều khách hàng:**
 - ✓ Trong tháng 7/2023 vừa qua, VNM đã cho ra mắt bộ nhận diện thương hiệu mới với sự thay đổi từ logo, website, các kênh bán hàng đến các bao bì sản phẩm. Bộ nhận diện mới của VNM có màu sắc bắt mắt hơn, thiết kế trẻ trung, hiện đại. Thêm vào đó, VNM còn cho phép người tiêu dùng có thể tự thiết kế ảnh đại diện cá nhân theo logo mới của doanh nghiệp, việc này đã tạo thành xu hướng trên các nền tảng mạng xã hội, nhận được rất nhiều sự quan tâm của mọi đối tượng khách hàng, đặc biệt là thế hệ trẻ. Ngay sau khi ra mắt bộ nhận diện mới, giá trị thương hiệu của VNM đã tăng từ 2,8 tỷ USD lên mốc 3 tỷ USD. **Qua đó, chúng tôi nhận thấy VNM đã thành công trong việc tạo ấn tượng tích cực và thay đổi hình ảnh trong mắt người tiêu dùng qua đợt “cách mạng” tái định vị thương hiệu này.**
 - ✓ Ban lãnh đạo VNM cho biết, đây mới chỉ là bước đầu tiên trong kế hoạch 5 năm của doanh nghiệp, trong thời gian tới VNM sẽ tiếp tục có những thay đổi về quy trình quản trị, trẻ hóa đội ngũ nhân sự, chuyển đổi số hệ thống vận hành. Với những thành công bước đầu với bộ nhận diện thương hiệu mới, **chúng tôi kỳ vọng những thay đổi tích cực của VNM trong giai đoạn tới sẽ đạt được hiệu quả tiếp cận xu hướng hiện đại, củng cố tệp khách hàng cũ và hướng tới những khách hàng mới, đặc biệt là nhóm khách hàng trẻ.** Từ đó, VNM có thể gia tăng thị phần, giữ vững vị thế dẫn đầu ngành.

Sự thay đổi logo của Vinamilk



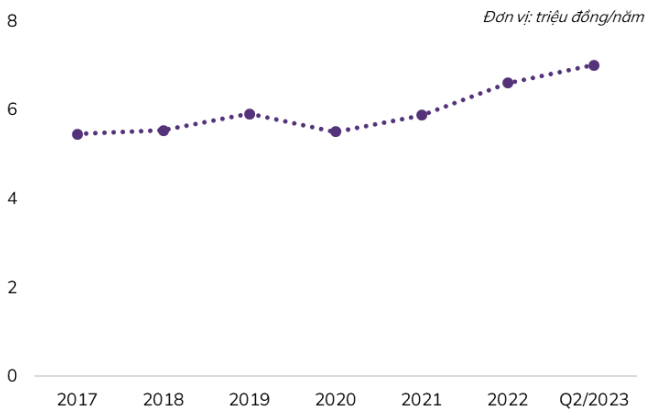
Bao bì sản phẩm mới của Vinamilk



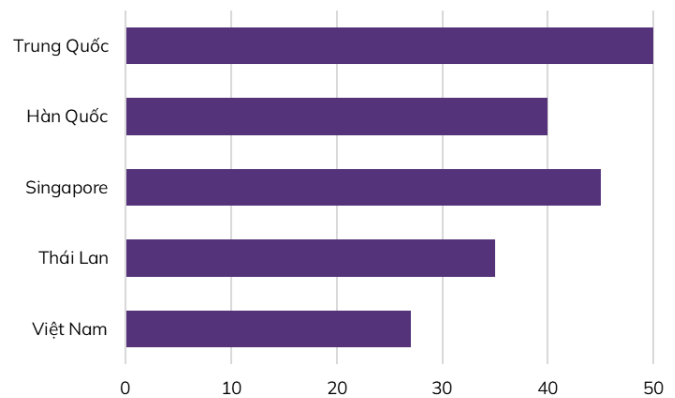
Nguồn: VNM, ABS Research

- **Vị thế doanh nghiệp dẫn đầu ngành sữa tại Việt Nam và tham vọng vươn tầm thế giới.** VNM đã liên tục giữ được vị thế doanh nghiệp số 1 ngành sữa trong suốt nhiều năm qua với 55% thị phần, trong đó các ngành hàng chủ lực như sữa nước, sữa chua và sữa đặc đều chiếm vị thế số 1; sữa bột chiếm vị thế số 2 toàn ngành. Thêm vào đó, VNM sở hữu quy mô đàn bò với 140 nghìn con và 15 trang trại, 16 dây chuyền sản xuất cùng mạng lưới phân phối với hơn 200 nghìn điểm bán. Tính đến Q2/2023, VNM đang xếp thứ 36 về doanh thu trong bảng xếp hạng các công ty sữa toàn cầu và doanh nghiệp vẫn đang nỗ lực mở rộng, phát triển, tái định vị thương hiệu hướng đến mục tiêu lọt top 30 vào năm 2026.
- **Về dài hạn, chúng tôi cho rằng ngành sữa nói chung và VNM nói riêng vẫn còn dư địa phát triển nhờ một số yếu tố:**
 - ✓ **Thu nhập bình quân đầu người và dân số tiếp tục gia tăng trong thời gian tới.** Dân số tại Việt Nam vào tháng 9/2023 đã đạt 99,84 triệu người với CAGR giai đoạn 2014 – 2022 đạt 1%/năm. Trong khi đó, thu nhập bình quân đầu người tại Việt Nam Q2/2023 cũng ghi nhận tăng lên mức 7 triệu đồng/tháng (+6% so với năm 2022) với CAGR giai đoạn 2017 – 2022 đạt 3,9% năm. Chúng tôi cho rằng, việc dân số và thu nhập gia tăng hàng năm sẽ là yếu tố thúc đẩy nhu cầu sử dụng các sản phẩm về sữa, đặc biệt khi nhu cầu đầu tư vào các sản phẩm chăm sóc sức khỏe của người dân sau đại dịch đã gia tăng.
 - ✓ **Tiêu thụ sữa bình quân đầu người của Việt Nam hiện vẫn đang thấp hơn các nước trong khu vực,** hiện mới chỉ đạt 27 lít sữa/người/năm, trong khi con số này ở Trung Quốc là 50 lít/người/năm, Singapore là 45 lít/người năm, Hàn Quốc là 40 lít/người/năm.
 - ✓ Theo dự báo của Euromonitor, **sản lượng tiêu thụ sữa và các sản phẩm từ sữa của Việt Nam dự kiến tăng trưởng ở mức 9,3%/năm trong giai đoạn 2020 – 2024F** với tổng mức tiêu thụ dự kiến đạt 3,05 triệu tấn sản phẩm vào năm 2024F. Trong đó ngành hàng sữa chua được kỳ vọng có mức tăng trưởng cao nhất với 12%/năm.

Thu nhập bình quân đầu người giai đoạn 2017 – Q2/2023



Tiêu thụ sữa bình quân đầu người tại một số quốc gia



Nguồn: GSO, ABS Research

Dự phóng KQKD

- **2023F:** Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST của VNM lần lượt là **61.847 tỷ đồng (+3,2% svck)** và **8.765 tỷ đồng (+2,9% svck)**. EPS và BVPS 2023F lần lượt là 4.390 đồng/cp và 15.775 đồng/cp dựa trên một số giả định sau:
 - ✓ Doanh thu nội địa tăng trưởng 3% svck;
 - ✓ Doanh thu nước ngoài tăng trưởng 4% svck.
- **2024F:** Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST của VNM lần lượt là **63.703 tỷ đồng (+3% svck)** và **9.762 tỷ đồng (+11% svck)**. EPS và BVPS 2024F lần lượt là 4.870 đồng/cp và 17.190 đồng/cp dựa trên một số giả định sau:
 - ✓ Doanh thu nội địa tăng trưởng 3% svck;
 - ✓ Doanh thu nước ngoài tăng trưởng 3% svck.
- Ngoài ra, nhờ sự suy giảm của giá sữa nguyên liệu đầu vào trong năm 2023 và kỳ vọng giá sữa sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp trong năm 2024, chúng tôi dự báo biên LNG năm 2023 của VNM sẽ ở mức 40,6% (+70bps svck) và tăng lên mức 41,4% (+80bps svck) trong năm 2024.
- Do chiến lược tái định vị thương hiệu và VNM đẩy mạnh các hoạt động tiếp thị sau khi ra mắt bao bì sản phẩm mới, chúng tôi dự báo tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý/doanh thu của VNM năm 2023F và 2024F sẽ tăng lên mức 24,8% (+120bps so với năm 2022).

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu VNM theo 2 phương pháp

- ✓ Phương pháp P/E
- ✓ Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF

Phương pháp P/E

- ✓ EPS 2024F là 4.870 đồng/cp;
- ✓ P/E ở mức 18,0x – mức P/E trung bình của một số doanh nghiệp cùng ngành trên thế giới;
- ✓ Theo phương pháp P/E, giá cổ phiếu VNM được xác định là **87.656 đồng/cp**.

Doanh nghiệp	P/E (12/09/2023)
Inner Mongolia Yili Industrial Group Co Ltd	17,3
Bright Dairy & Food Co Ltd	33,7
China Mengniu Dairy Co Ltd	21,8
Meiji Holdings Co Ltd	16,2
Henan Shuanghui Investment-A	15,6
Toyo Suisan Kaisha Ltd	16,8
Nippon Corp	13,6
Megmilk Snow Brand Co Ltd	13,7
Thai Union Group	13,1
TRUNG BÌNH	18,0

Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF

- ✓ Chi phí VCSH được xác định theo phương pháp CAPM trong đó lãi suất phi rủi ro được giả định bằng lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm là 2,76%. Phần bù rủi ro thị trường là 12,15%. Beta điều chỉnh là 0,5 lần (*beta tính trong 1 năm*). Khi đó, tỷ suất lợi nhuận yêu cầu WACC bằng 7,59%.
- ✓ Theo phương pháp FCFF, giá cổ phiếu VNM được xác định là **90.926 đồng/cp**.

Chỉ tiêu	Giá định
Lãi suất phi rủi ro (Risk free rate)	2,76%
Phần bù rủi ro thị trường (Market Risk Premium)	12,15%
Beta	0,5
Chi phí VCSH (Cost of Equity)	8,59%
WACC	7,59%
Tăng trưởng dài hạn (Terminal Growth Rate)	1,0%

Kết quả định giá

Phương pháp	Giá (đồng)	Tỷ trọng
P/E	87.656	50%
FCFF	90.926	50%
Giá trung bình (đồng/cổ phiếu)		89.291

⇒ Như vậy, giá cổ phiếu VNM hợp lý ở mức 89.300 đồng/cp tương ứng tăng 12,9% so với giá hiện tại. Do đó chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với VNM.

Rủi ro giảm giá

- ✓ Nhu cầu tiêu thụ sữa nội địa và các thị trường nhập khẩu thấp hơn dự kiến;
- ✓ Giá sữa nguyên liệu đầu vào cao hơn dự kiến;
- ✓ Rủi ro cạnh tranh thị phần đến từ các doanh nghiệp cùng ngành.

Cơ hội tăng giá

- ✓ Nhu cầu tiêu thụ sữa nội địa và các thị trường nhập khẩu cao hơn dự kiến;
- ✓ Tăng trưởng các công ty con ở nước ngoài cao hơn dự kiến.
- ✓ Việt Nam đẩy nhanh lộ trình được nâng hạng lên thị trường mới nổi, thu hút vốn đầu tư ngoại vào các doanh nghiệp đầu ngành.

PHỤ LỤC

Báo cáo KQ HĐKD (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	60.919	59.956	61.847	63.703
Giá vốn hàng bán	-34.641	-36.059	-36.734	-37.307
Lợi nhuận gộp	26.278	23.897	25.113	26.396
Doanh thu tài chính	1.215	1.380	1.408	1.750
Chi phí tài chính	-202	-618	-215	-248
Chi phí bán hàng	-12.951	-12.548	-14.181	-14.479
Chi phí QLDN	-1.567	-1.596	-1.175	-1.210
Lợi nhuận từ HĐKD	12.728	10.491	10.925	12.184
Lãi/Lỗ khác	195	4	198	204
Lợi nhuận trước thuế	12.922	10.496	11.123	12.388
Lợi nhuận sau thuế	10.633	8.578	8.898	9.910
LNST cổ đông Công ty mẹ	10.532	8.516	8.765	9.762

Báo cáo LCTT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
LCT thuần từ HĐKD	9.432	8.827	7.559	13.266
LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	-3.933	3.473	-1.076	-6.619
LCT thuần từ Hoạt động tài chính	-5.257	-12.360	-6.304	-6.252
LCT thuần trong kỳ	241	-60	178	394
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	2.111	2.349	2.300	2.478
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	2.349	2.300	2.478	2.872

Chỉ số tài chính	2021	2022	2023F	2024F
Khả năng thanh toán				
Khả năng thanh toán hiện hành	2,12	2,06	2,20	2,25
Khả năng thanh toán nhanh	1,71	1,69	1,75	1,84
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,37	1,29	1,25	1,38
Khả năng thanh toán lãi vay	-0,85	-1,12	-0,98	-0,96
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,67	0,68	0,70	0,69
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,33	0,32	0,30	0,31
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	0,26	0,15	0,17	0,19
Chỉ số hiệu suất hoạt động				
Số ngày phải thu	25,59	27,40	31,43	34,99
Số ngày phải trả	39,05	43,01	50,27	61,17
Số ngày tồn kho	61,52	62,31	59,19	62,87
Khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	43,1%	39,9%	40,6%	41,4%
Tỷ suất lợi nhuận HĐKD	19,2%	15,8%	16,3%	17,5%
Tỷ suất LNST của cổ đông Công ty mẹ	17,5%	14,3%	14,4%	15,6%
ROE	30,6%	25,0%	26,3%	27,3%
ROA	20,9%	16,8%	18,1%	18,9%
ROIC	24,8%	21,0%	23,0%	23,6%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	2.349	2.300	2.478	2.872
+ Đầu tư ngắn hạn	21.026	17.414	16.081	20.262
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	5.822	6.100	7.530	7.756
+ Hàng tồn kho	6.773	5.538	6.376	6.475
+ Tài sản ngắn hạn khác	141	208	312	320
Tài sản ngắn hạn	36.110	31.560	32.777	37.685
+ Các khoản phải thu dài hạn	17	38	62	36
+ Tài sản cố định	12.707	11.903	11.025	10.395
+ Bất động sản đầu tư	60	58	54	50
+ Tài sản dở dang dài hạn	1.130	1.805	2.385	3.029
+ Đầu tư dài hạn	744	743	766	766
+ Tài sản dài hạn khác	2.565	2.375	2.979	3.052
Tài sản dài hạn	17.222	16.922	17.271	17.328
Tổng Tài sản	53.332	48.483	50.048	55.013
+ Vay ngắn hạn	9.382	4.867	5.877	6.901
+ Phải trả người bán	4.214	4.284	5.834	6.671
+ Nợ ngắn hạn khác	3.472	6.157	3.163	3.213
Nợ ngắn hạn	17.068	15.308	14.874	16.784
+ Vay dài hạn	76	66	67	106
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	338	292	297	302
Nợ dài hạn	414	358	364	407
Tổng nợ phải trả	17.482	15.666	15.238	17.192
+ Vốn cổ phần	20.900	20.900	20.900	20.900
+ Thặng dư vốn cổ phần	34	34	34	34
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	7.594	3.353	5.213	8.076
+ Quỹ khác	7.322	8.529	8.663	8.812
Vốn chủ sở hữu	35.850	32.817	34.810	37.821
Tổng cộng nguồn vốn	53.332	48.483	50.048	55.013

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2021	2022	2023F	2024F
Tăng trưởng doanh thu	2,2%	-1,6%	3,2%	3,0%
Tăng trưởng LNNT	-4,4%	-18,8%	6,0%	11,4%
Tăng trưởng LNST Cổ đông Công ty mẹ	-5,4%	-19,3%	3,7%	11,4%
Tăng trưởng EPS	-5,3%	-19,6%	20,9%	10,9%
Tăng trưởng VCSH	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tăng trưởng Tổng tài sản	10,1%	-9,1%	3,2%	9,9%

Định giá (lần)	2021	2022	2023F	2024F
P/E	16,5	20,4	18,0	16,2
P/B	4,9	5,3	5,0	4,6
EV/EBITDA	10,0	11,8	11,0	9,9
EV/Sales	2,5	2,5	2,5	2,3

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Phòng Phân tích Đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của ABS tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo. ABS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất tài chính nào hoặc bất kỳ quyết định nào được thực hiện trên cơ sở thông tin được trình bày trong báo cáo này. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của ABS, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của ABS.

Nguyên tắc khuyến nghị

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15%
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra 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.

Thông tin liên hệ

Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: www.abs.vn

Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: abs-research@abs.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc

Email: linh.ngthithuy@abs.vn

Năng lượng, Xây lắp, VLXD

Lê Thị Kim Huê - Phó Giám đốc

Email: hue.lethikim@abs.vn

PTKT và Chiến lược thị trường

Đặng Xuân Lưu – Giám đốc

Email: luu.dangxuan@abs.vn

Vĩ mô, Bảo hiểm, Ngân hàng

Lê Thu Huyền - Chuyên viên

Email: huyen.lethu@abs.vn

Ngân hàng, BĐS KCN, Cao su

Lê Quang Trung - Chuyên viên

Email: trung.lequang@abs.vn

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng

Nguyễn Phương Thảo - Chuyên viên

Email: thao.nphuong@abs.vn

Hóa chất, Lương thực, Dữ liệu

Trịnh Thu Trang - Chuyên viên

Email: trang.trinhthu@abs.vn