

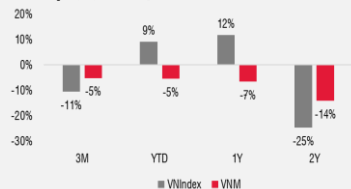
## Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam (VNM: HOSE)

**Ngày báo cáo:** 13/11/2023  
**Ngành:** HÀNG TIÊU DÙNG  
**CVPT:** Đặng Trần Minh  
**Email:** [minhdt1@ssi.com.vn](mailto:minhdt1@ssi.com.vn)  
**SĐT:** +84 – 24 3936 6321 ext. 8671

**Khuyến nghị:** **KHẢ QUAN**  
**Giá mục tiêu 1Y:** **87.400 Đồng**  
**Giá CP ngày 13/11/2023:** 68.700 Đồng  
**% Tăng giá:** **+27,2%**

**Giá trị vốn hoá (triệu USD):** 6.085  
**Giá trị vốn hoá (tỷ đồng):** 147.960  
**Số cổ phiếu lưu hành (triệu):** 2.090  
**KLGD trung bình 3 tháng (cp):** 2.805.446  
**Giá cao/thấp nhất 52T (VNĐ):** 85,6/65,5  
**GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng):** 209,9  
**Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%):** 55  
**Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%):** 36

### Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

### Thông tin cơ bản về công ty

Công ty cổ phần Sữa Việt Nam (Vinamilk) được thành lập năm 1993 với tư cách là một doanh nghiệp nhà nước. Từ khi niêm yết vào năm 2006, VNM là một trong những cổ phiếu tốt nhất, thúc đẩy chỉ số VN-Index. Vinamilk là nhà sản xuất sữa hàng đầu Việt Nam. Vinamilk cũng xuất khẩu sang 50 quốc gia, như Iraq, Campuchia và Philippines. Những thế mạnh chính của VNM là thương hiệu nổi tiếng, quản trị doanh nghiệp tốt, tích cực nghiên cứu phát triển sản phẩm mới, mạng lưới phân phối sâu rộng với 200 nhà phân phối độc quyền và 200.000 cửa hàng bán lẻ (tính đến thời điểm cuối năm 2022).

## Giành lại thị phần trong bối cảnh tiêu dùng yếu

**Doanh thu Q3/2023 thấp hơn dự phóng, nhưng lợi nhuận ròng tăng nhẹ do biên lợi nhuận gộp cao hơn.** Trong Q3/2023, VNM công bố doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 15,6 nghìn tỷ đồng (giảm 2,8% svck; tăng 2,9% so với quý trước) và 2,5 nghìn tỷ đồng (tăng 9,1% svck; tăng 13,6% so với quý trước). Biên lợi nhuận gộp cao hơn dự kiến đạt 41,9% (tăng 240 điểm cơ bản svck; tăng 140 bps so với quý trước) do giá nguyên liệu đầu vào thấp hơn. Lũy kế 9 tháng đầu năm 2023, tổng doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 44,8 nghìn tỷ đồng (giảm 0,3% svck) và 6,7 nghìn tỷ đồng (giảm 0,6% svck), hoàn thành 71% và 77% kế hoạch năm của công ty. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, doanh thu có khả năng đạt kế hoạch đặt ra (đi ngang svck) nhưng lợi nhuận ròng dự kiến tăng trưởng 3% svck nhờ biên lợi nhuận cải thiện trong Q4/2023.

**Công ty tiếp tục thay đổi bao bì cho danh mục sản phẩm, dự kiến hoàn thành giữa năm 2024.** Trong quý 3/2023, chi phí quản lý/doanh thu thuần ở mức 24,4% (tăng 162 điểm cơ bản svck, tăng 50 điểm cơ bản so với quý trước), cao hơn do công ty tái đầu tư phần lớn lợi nhuận gộp vào các hoạt động tiếp thị và quảng cáo.

**Dựa trên chia sẻ của công ty và kết quả kinh doanh 9T2023, chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu và lợi nhuận năm 2023 lần lượt là 5% và 2,2% so với dự phóng cũ.** Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận ròng năm 2023 lần lượt là 60,4 nghìn tỷ đồng (tăng 0,7% svck) và 8,9 nghìn tỷ đồng (tăng 4% svck). Cho năm 2024, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST lần lượt là 64,9 nghìn tỷ đồng (tăng 7,5% svck) và 10,5 nghìn tỷ đồng (tăng 17,2% svck). Mặc dù nhu cầu yếu còn kéo dài, nhưng chúng tôi cho rằng việc thay đổi nhận diện thương hiệu sẽ mang lại kết quả trong năm 2024 (chúng tôi ghi nhận một số tín hiệu như tăng trưởng thị phần trong Q3/2023). Đồng thời, biên lợi nhuận cao hơn (do chi phí nguyên vật liệu giảm) có thể sẽ hỗ trợ lợi nhuận ròng tăng trưởng hai con số trong năm 2024.

Cổ phiếu VNM hiện đang giao dịch ở mức P/E 2023 và 2024 lần lượt là 18,1x và 15,4x. Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu 12 tháng lên **87.400 đồng/cổ phiếu** (từ 86.600 đồng) dựa trên phương pháp DCF và P/E mục tiêu là 16x. Với tiềm năng tăng giá là 27,2% so với giá mục tiêu của chúng tôi, chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu VNM.

**Quan điểm ngắn hạn:** Chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần và lợi nhuận ròng trong Q4/2023 sẽ đạt mức tăng trưởng lần lượt là 3,5% và 20% svck. Mức tăng trưởng LNST cao trong Q4/2023 có thể sẽ là động lực cho cổ phiếu sau 3 năm không tăng trưởng/chỉ tăng trưởng một chữ số.

**Rủi ro giảm giá:** Doanh thu thấp hơn dự kiến; giá nguyên liệu đầu vào và chi phí quảng cáo cao hơn dự kiến.

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	59.636	60.919	59.956	60.353	64.892
Tăng trưởng	5,9%	2,2%	-1,6%	0,7%	7,5%
Lợi nhuận gộp	27.669	26.278	23.897	24.822	28.283
Biên lợi nhuận gộp	46,4%	43,1%	39,9%	41,1%	43,6%
Thu nhập tài chính	1.581	1.215	1.380	1.281	1.010
Chi phí tài chính	-309	-202	-618	-492	-402
SG&A	-15.406	-14.518	-14.144	-14.645	-16.064
Thu nhập ròng khác	-21	195	4	0	19
Lợi nhuận trước thuế	13.519	12.922	10.496	10.948	12.880
Lợi nhuận ròng	11.236	10.633	8.578	8.915	10.460
Tăng trưởng LN ròng	6,5%	-5,4%	-19,3%	3,9%	17,3%
Biên LN ròng	18,6%	17,3%	14,2%	14,6%	16,0%
EPS (VND)	4.780	4.536	3.667	3.796	4.463

Nguồn: VNM, SSI Research

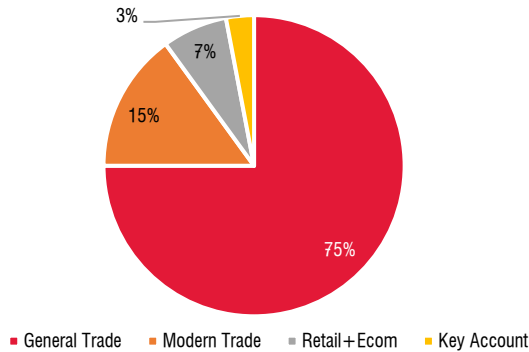
## KQKD Q3/2023

Tỷ đồng	3Q23	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận			
							3Q23	3Q22	2Q23	2022
Doanh thu thuần	15.637	16.079	-2,8%	15.195	2,9%	71%				
Lợi nhuận gộp	6.555	6.350	3,2%	6.150	6,6%		41,9%	39,5%	40,5%	39,9%
Lợi nhuận từ HĐKD	3.166	2.939	7,7%	2.873	10,2%		20,2%	18,3%	18,9%	17,8%
EBIT	3.155	2.910	8,4%	2.824	11,7%		20,2%	18,1%	18,6%	17,8%
EBITDA	3.155	2.910	8,4%	2.824	11,7%		20,2%	18,1%	18,6%	21,3%
LNTT	3.076	2.860	7,5%	2.728	12,7%		19,7%	17,8%	18,0%	17,5%
Lợi nhuận ròng	2.533	2.323	9,1%	2.229	13,6%	77%	16,2%	14,4%	14,7%	14,3%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	2.492	2.298	8,4%	2.199	13,3%		15,9%	14,3%	14,5%	14,2%

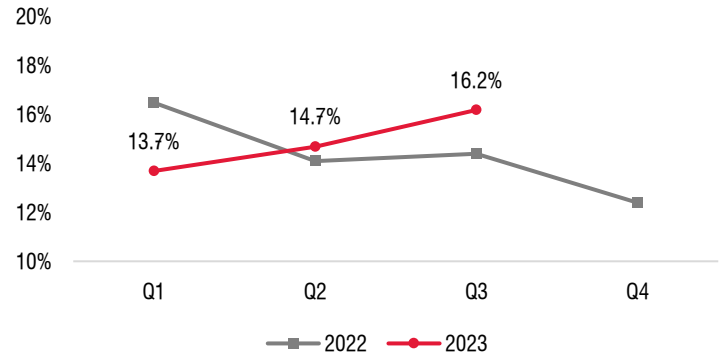
Nguồn: VNM, SSI Research

**Doanh thu ghi nhận tín hiệu trái chiều.** Theo Nielsen, ngành sữa Việt Nam giảm 4% svck trong Q3/2023 do sức mua giảm. Doanh thu nội địa của VNM khả quan hơn một chút so với toàn ngành, trong khi thị trường xuất khẩu đã đạt mức tăng trưởng dương.

- Thị trường trong nước (giảm 4% svck, tăng 11% so với quý trước):** VNM giành lại 2% thị phần trong nước so với đầu năm nay, nhờ sự tăng trưởng ở mảng thể mạnh như sữa đặc/sữa nước/sữa chua uống, các chương trình quảng cáo mới (chi tiết bên dưới) và nỗ lực thay đổi nhận diện thương hiệu. Một số SKU tiêu biểu ghi nhận mức tăng trưởng mạnh nhất như sữa tươi Green Farm (tăng gấp đôi svck) và sữa SuperNut (tăng gấp 3 lần svck) mặc dù tỷ trọng đóng góp vào doanh thu vẫn chưa được cao. Ban lãnh đạo cho biết kết quả tốt ở mảng sữa đặc và các sản phẩm sữa công thức dành cho người lớn trong 9 tháng đầu năm 2023 (tăng khoảng 10% svck) là nhờ các chiến dịch truyền thông thành công. Doanh thu của Giống bò sữa Mộc Châu (MCM) giảm 2% svck, cao hơn mức trung bình ngành nhưng thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi do sức mua yếu ở khu vực Tây Nguyên và Q3/2022 có mức nền doanh thu cao.
- Xuất khẩu (tăng 5% svck) và các công ty con ở nước ngoài (tăng 2% svck):** Thị trường Châu Phi, Trung Đông và ASEAN đều phục hồi. Công ty con AngkorMilk ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu 10% svck, trong khi doanh thu của Driftwood (Mỹ) đi ngang svck do mức nền doanh thu cao trong Q3/2022. Doanh thu từ thị trường nước ngoài hiện chiếm 16% tổng doanh thu của VNM.
- Tăng trưởng hai chữ số tại kênh khách hàng lớn, kênh thương mại điện tử và cửa hàng bán lẻ của công ty.** VNM hiện đang vận hành 657 cửa hàng bán lẻ (tăng 11 cửa hàng so với đầu năm) và MCM vận hành 67 cửa hàng (tăng 14 cửa hàng so với đầu năm). Kênh thương mại truyền thống có mức giảm 3-4% svck, tương đương với mức giảm của ngành.

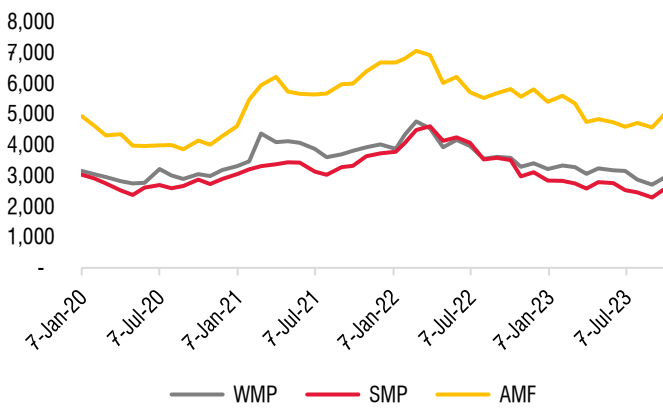
**Biểu đồ 1: Cơ cấu doanh thu theo kênh phân phối tính đến tháng 10/2023**

Nguồn: VNM, SSI

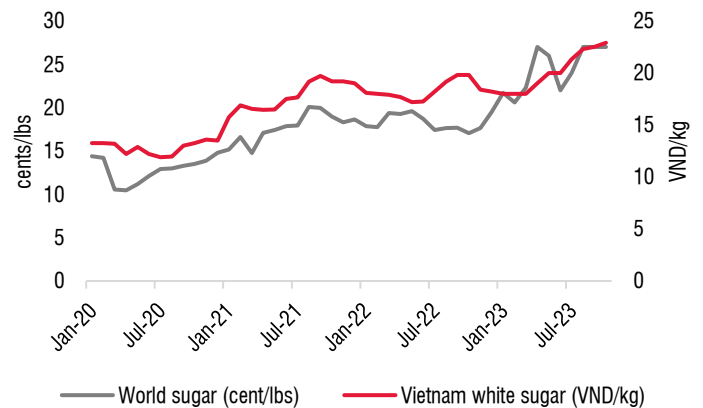
**Biểu đồ 2: Biên lợi nhuận ròng của VNM theo quý**

Nguồn: VNM, SSI

**Mức biên lợi nhuận gộp cao nhất kể từ Q4/2021.** Biên lợi nhuận gộp đạt 41,9% trong Q3/2023 (tăng 243 điểm cơ bản svck; tăng 140 điểm cơ bản so với quý trước). Biên lợi nhuận gộp tăng cùng với mức giảm của giá sữa bột nguyên liệu nhập khẩu. Giá sữa bột nguyên chất và sữa bột gầy đã giảm lần lượt 18% và 27% svck trong tháng 10. Vào tháng 10/2023, VNM đã ký hợp đồng mới chốt giá sữa bột nguyên liệu đến hết Q1/2024. Ban lãnh đạo dự kiến biên lợi nhuận gộp sẽ duy trì mức này trong ít nhất hai quý tới. Mặt khác, giá đường trong nước vẫn neo ở mức cao (tăng 16% svck). Nhìn chung, ban lãnh đạo kỳ vọng biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng sẽ được duy trì ở mức tương tự với Q3/2023, giúp VNM đạt LNST là 8,9 nghìn tỷ đồng (tăng 3% svck).

**Biểu đồ 3: Giá sữa bột nguyên liệu (USD/tấn)**

Nguồn: Global Dairy Trade

**Biểu đồ 4: Giá đường trong nước và thế giới**

Nguồn: Bloomberg, VSSA

Chú thích: WMP = Sữa bột nguyên chất, SMP = Sữa bột gầy, AMF = Dầu bơ khan

**Công ty tiếp tục thay đổi bao bì cho danh mục sản phẩm, dự kiến hoàn thành giữa năm 2024.** Chi phí quản lý/doanh thu thuần ở mức 24.4% trong Q3/2023 (tăng 162 điểm cơ bản svck, tăng 50 điểm cơ bản so với quý trước), do công ty tái đầu tư lợi nhuận gộp vào các hoạt động tiếp thị và quảng cáo. Các hoạt động trong Q3/2023 (thiết kế bao bì mới thu hút khách hàng trẻ, tham gia các lễ hội âm nhạc, tặng quà và dùng thử sản phẩm tại điểm bán) được đón nhận rộng rãi, cùng lúc đó thị phần cũng tăng trưởng. Chúng tôi cho rằng những nỗ lực này của công ty đang đi đúng hướng. Sau chiến dịch thay đổi nhận diện, công ty nhắm tới các chiến dịch khác như giảm số lượng SKU, mở ra cách thức sử dụng mới cho các sản phẩm hiện có (ví dụ như sử dụng sữa đặc VNM cho đồ ăn thay vì chỉ đồ uống), cũng như cố gắng tương tác nhiều hơn với thế hệ trẻ (Gen Z và Gen Alpha). Hệ thống cửa hàng bán lẻ “Giấc mơ sữa Việt” có khả năng sẽ được cải tạo và đổi tên thành cửa hàng “Vinamilk”.

**Triển vọng Q4/2023:** Ban lãnh đạo cho biết quý 4 thường là quý thấp điểm của VNM, cộng với bất lợi về thời tiết có thể làm giảm doanh thu ở miền Bắc và miền Trung, nhưng công ty cũng có thể làm nhiều hoạt động khuyến mãi hơn để thúc đẩy doanh số. Đối với xuất khẩu, công ty đặt kỳ vọng vào tăng trưởng của sữa đặc và sữa chua tại thị trường Trung Quốc thông qua hợp tác với hai nhà phân phối hàng đầu tại đây. Ban lãnh đạo cũng chia sẻ LNST 2023 dự kiến đạt tăng trưởng khoảng 3% svck, cao hơn so với kế hoạch đặt ra đầu năm (tăng trưởng 0.5% svck).

### Ước tính lợi nhuận và định giá

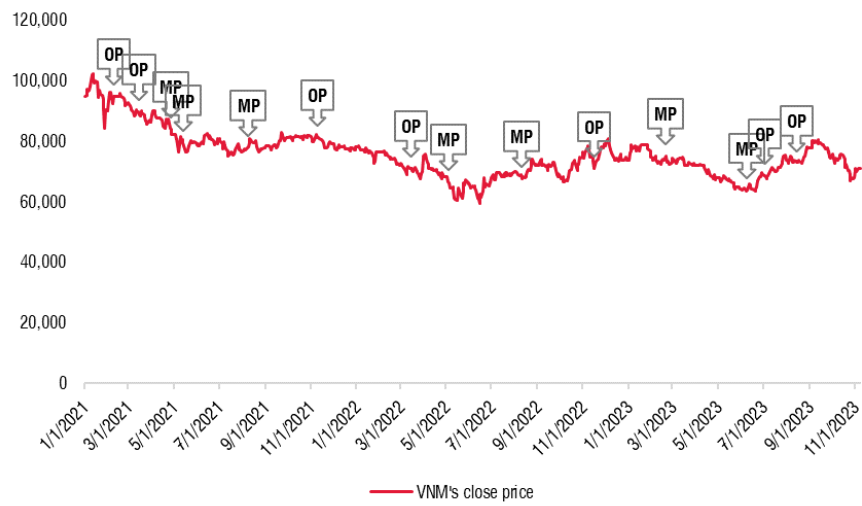
Cho năm 2023, chúng tôi điều chỉnh giảm ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận ròng xuống lần lượt là 60,4 nghìn tỷ đồng (tăng 0,7% svck) và 8,9 nghìn tỷ đồng (tăng 4% svck), do kết quả doanh thu trong 9T2023 thấp hơn ước tính. Tuy nhiên chúng tôi vẫn duy trì giá định biên lợi nhuận gộp cải thiện và chi phí quản lý tăng. Cho năm 2024, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST lần lượt là 64,9 nghìn tỷ đồng (tăng 7,5% svck) và 10,5 nghìn tỷ đồng (tăng 17,2% svck), biên lợi nhuận gộp giả định ở mức 43% để phản ánh xu hướng giảm của giá nguyên liệu, và chi phí SG&A/doanh thu ở mức 24,8% khi tính đến chi phí của việc thay đổi nhận diện thương hiệu vẫn tiếp tục cho tới giữa 2024. Tại mức giá 68.700 đồng/cổ phiếu, cổ phiếu VNM đang giao dịch ở mức P/E 2023 và 2024 lần lượt là 18,1x và 15,4x. Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu 12 tháng lên **87.400 đồng/cổ phiếu** (từ 86.600 đồng) dựa trên phương pháp DCF và P/E mục tiêu là 16x. Với tiềm năng tăng giá là 27,2% so với giá mục tiêu mới chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu VNM.

### Bảng: Cập nhật dự phóng

Nghìn tỷ đồng	Ước tính cũ	Ước tính mới
Doanh thu năm 2023	63,4 (+5,7% svck)	60,3 (+0,7% svck)
LNST năm 2023	9,1 (+5,9% svck)	8,9 (+3,9% svck)
Doanh thu năm 2024	67,4 (+6,3% svck)	64,8 (+7,5% svck)
LNST năm 2024	10,6 (+17,2% svck)	10,5 (+17,2% svck)

*Nguồn: SSI ước tính*

## Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2021	2022	2023F	2024F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	2.349	2.300	5.001	7.668
+ Đầu tư ngắn hạn	21.026	17.414	17.001	17.001
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	5.822	6.100	6.141	6.603
+ Hàng tồn kho	6.773	5.538	5.457	5.622
+ Tài sản ngắn hạn khác	141	208	208	219
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>36.110</b>	<b>31.560</b>	<b>33.808</b>	<b>37.113</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	17	38	39	42
+ GTCL Tài sản cố định	12.707	11.903	12.489	12.902
+ Bất động sản đầu tư	60	58	48	38
+ Tài sản dài hạn dở dang	1.130	1.805	1.807	1.833
+ Đầu tư dài hạn	744	743	664	664
+ Tài sản dài hạn khác	2.565	2.375	2.207	2.092
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>17.222</b>	<b>16.922</b>	<b>17.255</b>	<b>17.571</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>53.332</b>	<b>48.483</b>	<b>51.062</b>	<b>54.684</b>
+ Nợ ngắn hạn	17.068	15.308	15.085	15.542
Trong đó: vay ngắn hạn	9.382	4.867	4.796	4.941
+ Nợ dài hạn	414	358	352	363
Trong đó: vay dài hạn	76	66	65	67
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>17.482</b>	<b>15.666</b>	<b>15.437</b>	<b>15.905</b>
+ Vốn góp	20.900	20.900	20.900	20.900
+ Thặng dư vốn cổ phần	34	34	34	34
+ Lợi nhuận chưa phân phối	7.594	3.353	5.621	8.160
+ Quý khác	7.322	8.529	9.070	9.685
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>35.850</b>	<b>32.817</b>	<b>35.625</b>	<b>38.779</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>53.332</b>	<b>48.483</b>	<b>51.062</b>	<b>54.684</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	9.257	8.582	10.420	11.289
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-3.933	3.473	-2.422	-2.500
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-5.257	-12.360	-5.297	-6.123
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>67</b>	<b>-306</b>	<b>2.701</b>	<b>2.667</b>
Tiền đầu kỳ	2.111	2.349	2.300	5.001
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>2.349</b>	<b>2.300</b>	<b>5.001</b>	<b>7.668</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	2,12	2,06	2,24	2,39
Hệ số thanh toán nhanh	1,71	1,69	1,87	2,01
Hệ số thanh toán tiền mặt	1,37	1,29	1,46	1,59
Nợ ròng / EBITDA	-0,86	-0,98	-1,22	-1,21
Khả năng thanh toán lãi vay	145,84	75,57	46,04	65,29
Ngày phải thu	25,6	27,4	28,1	27,2
Ngày phải trả	39,1	43	43,7	42,7
Ngày tồn kho	61,5	62,3	56,5	55,2
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,67	0,68	0,7	0,71
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,33	0,32	0,3	0,29
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,49	0,48	0,43	0,41
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,26	0,15	0,14	0,13
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,26	0,15	0,13	0,13

Nguồn: VNM, SSI ước tính

Tỷ đồng	2021	2022	2023F	2024F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>60.919</b>	<b>59.956</b>	<b>60.353</b>	<b>64.892</b>
Giá vốn hàng bán	-34.641	-36.059	-35.532	-36.609
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>26.278</b>	<b>23.897</b>	<b>24.822</b>	<b>28.283</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	1.215	1.380	1.281	1.010
Chi phí tài chính	-202	-618	-492	-402
Thu nhập từ các công ty liên kết	-45	-24	-18	32
Chi phí bán hàng	-12.951	-12.548	-12.976	-14.276
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1.567	-1.596	-1.669	-1.787
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>12.728</b>	<b>10.491</b>	<b>10.948</b>	<b>12.861</b>
Thu nhập khác	195	4	0	19
Lợi nhuận trước thuế	12.922	10.496	10.948	12.880
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>10.633</b>	<b>8.578</b>	<b>8.915</b>	<b>10.460</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>10.532</b>	<b>8.516</b>	<b>8.815</b>	<b>10.363</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	100	62	100	97
<b>Chỉ số tài chính</b>				
EPS cơ bản (VND)	4.536	3.667	3.796	4.463
Giá trị sổ sách (VND)	18.998	17.141	15.578	17.041
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	3.850	3.851	2.500	3.000
EBIT	13.011	10.662	11.191	13.080
EBITDA	15.132	12.757	13.115	15.177
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	2,2%	-1,6%	0,7%	7,5%
EBITDA	-4,7%	-15,7%	2,8%	15,7%
EBIT	-4,8%	-18,1%	5,0%	16,9%
Lợi nhuận ròng	-5,4%	-19,3%	3,9%	17,3%
Vốn chủ sở hữu	6,5%	-8,5%	8,6%	8,9%
Vốn điều lệ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	10,1%	-9,1%	5,3%	7,1%
<b>Định giá</b>				
PE	19,1	21	18,1	15,4
PB	5,5	5,3	4,4	4,0
Tỷ suất cổ tức	5,8%	6,6%	3,3%	3,9%
EV/EBITDA	9,1	8	12,7	11
EV/Doanh thu	2,2	2	2,8	2,6
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	43,1%	39,9%	41,1%	43,6%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	20,1%	19,4%	16,4%	18,6%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	17,5%	14,3%	14,8%	16,1%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	21,3%	20,9%	21,5%	22,0%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	2,6%	2,7%	2,8%	2,8%
ROE	30,6%	25,0%	26,1%	28,1%
ROA	20,9%	16,8%	17,9%	19,8%
ROIC	24,8%	21,0%	23,3%	25,2%



## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

#### Ví mô

##### Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

##### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Ví mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích Định lượng

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên cao cấp Phân tích dữ liệu

tranglh1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

#### Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu

chaunbm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

### Phân tích Ngành Hàng tiêu dùng

#### Đặng Trần Minh

Chuyên viên Phân tích cổ phiếu

Minhdt1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8671

#### Dữ liệu

##### Lương Thị Việt

Chuyên viên cao cấp hỗ trợ

vietltt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8714

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

#### Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

#### Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

#### Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư

chauttb@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043