

Hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật

Tháng 8, 2019

Mã giao dịch: VNM

Reuters: VNM.HM

Bloomberg: VNM VN

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **126.800**

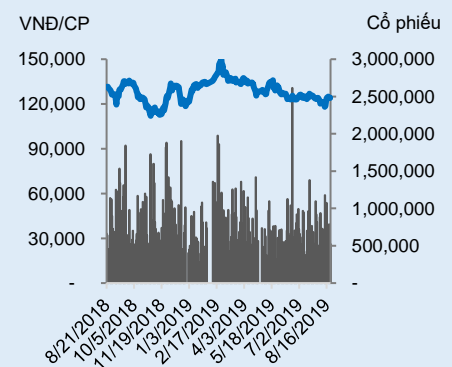
Giá thị trường (22/08/2019) 124.000

Lợi nhuận kỳ vọng 2,3%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	112.060-149.830
Vốn hóa	245.931 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	1.741.378.252
KLGD bình quân 10 ngày	742.371
% sở hữu nước ngoài	59%
Room nước ngoài	100%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	1,2%
Beta	0,7

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VNM	1,2%	-0,4%	-3,1%	-12,2%
VN-Index	11,8%	0,4%	3,9%	0,3%

Tiếp tục gia tăng thị phần. Cổ phiếu đang thiếu yếu tố hỗ trợ.

Kết quả kinh doanh 1H 2019 tương đối khả quan. VNM công bố KQKD 1H 2019 với doanh thu thuần đạt 27.788 tỷ đồng (+7,6% yoy) và lợi nhuận sau thuế sau lợi ích cổ đông thiểu số đạt 5.690 tỷ đồng (+6,0% yoy). Như vậy công ty đã hoàn thành lần lượt 49% và 54% kế hoạch năm về doanh thu và lợi nhuận.

Thị phần nội địa tiếp tục tăng 0,9% so với cùng kỳ hoặc 0,4% nếu tính từ đầu năm nhờ mức tăng trưởng 8% của doanh thu nội địa, trong đó sữa nước tăng trưởng cao nhất. Số điểm bán hàng đến cuối Q2 2019 cũng tăng lên từ 250.000 lên 270.000 điểm. VNM cũng tích cực đưa ra thị trường nhiều sản phẩm mới như My Joy, Power, trà sữa Happy, v.v nhằm đánh vào đối tượng giới trẻ năng động.

Tiếp nối Q1 2019, doanh thu nước ngoài tiếp tục duy trì tăng trưởng tốt. Trong đó xuất khẩu tăng 11,9% nhờ sự hồi phục của thị trường Iraq, trong khi thị trường Đông Nam Á cũng tăng khả quan. Ngoài ra, doanh thu Angkor & Driftwood tăng 18,7%.

Lợi nhuận cả năm 2019 khó có sự bức phá. BVSC dự báo doanh thu thuần cả năm đạt 56.737 tỷ đồng (+7,9% yoy) và lợi nhuận sau thuế 10.688 tỷ đồng (+4,7% yoy). **EPS 2019 ước tính là 5.523 đồng/cp tương ứng với P/E dự phóng 22,5 lần.** Các giả định chính bao gồm: (i) doanh thu nội địa tăng 8,1%; (ii) doanh thu xuất khẩu tăng 6,0%; (iii) Angkor & Driftwood tăng 14%; (iv) chi phí sữa bột BQ tăng 7%; (v) thuế suất TNDN BQ tăng lên 17%.

Giá sữa bột dự báo ổn định đến hết năm 2019. Giá WMP trong thời gian gần đây có xu hướng hạ nhiệt sau khi đạt đỉnh vào gần cuối tháng 3/2019 trong khi giá SMP nhìn chung tương đối ổn định. Theo báo cáo cập nhật gần nhất của Rabobank, nguyên nhân WMP giảm là do tồn kho cao ở phía mua do các nhà nhập khẩu đã tranh thủ mua vào WMP trong Q1 2019 do giá thời điểm đó vẫn còn thấp. Về phía cung, sản lượng sữa của 7 khu vực sản xuất lớn nhất thế giới đang dần hồi phục nhưng vẫn còn chậm; Rabobank dự báo nguồn cung sẽ cải thiện nhiều hơn trong năm 2020.

Quan điểm đầu tư: BVSC đưa ra mức giá mục tiêu **126.800 đồng/cp** cho VNM, cao hơn 2,3% so với giá thị trường và không thay đổi nhiều so với lần cập nhật trước, do đó tiếp tục duy trì khuyến nghị **NEUTRAL**. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu VNM đang thiếu yếu tố hỗ trợ và rất cần những câu chuyện mới mẻ hơn. Những vấn đề sau đây sẽ tiếp tục được nhà đầu tư quan tâm: (i) các thương vụ M&A; (ii) xuất khẩu sữa đi Trung Quốc; (iii) việc thoái phần vốn còn lại của SCIC tại VNM.

Chuyên viên phân tích

Trương Sỹ Phú

(84 28) 3914 6888 ext 258

truongsyphu@baoviet.com.vn

Cập nhật 1H 2019: VNM tiếp tục tăng thị phần

VNM công bố KQKD 1H 2019 với doanh thu thuần đạt 27.788 tỷ đồng (+7,6% yoy) và lợi nhuận sau thuế sau lợi ích cổ đông thiểu số đạt 5.690 tỷ đồng (+6,0% yoy). Như vậy công ty đã hoàn thành lần lượt 49% và 54% kế hoạch năm về doanh thu và lợi nhuận. Một số điểm đáng chú ý như sau:

- ❖ **Tiếp tục tăng thị phần tại thị trường nội địa.** Cụ thể thị phần cuối Q2 2019 của VNM tăng thêm 0,4% so với đầu năm hoặc 0,9% so với cùng kỳ. Trên báo cáo của công ty mẹ, chúng tôi ước tính **doanh thu nội địa của VNM tăng trưởng khoảng 8%**, trong đó chủ yếu là tăng trưởng về sản lượng và công ty chỉ mới tăng giá bán bình quân khoảng 2% kể từ đầu Q2 2019. Dù không chia sẻ cụ thể về từng dòng hàng, chúng tôi được biết sữa nước tăng trưởng mạnh nhất trong 6 tháng đầu năm. **Ngoài ra, số điểm bán hàng cũng tăng từ 250.000 lên 270.000 điểm.**
- ❖ **Các sản phẩm mới dù chưa đóng góp nhiều nhưng đang được thị trường đón nhận tích cực.** Bao gồm các loại thức uống nhắm vào giới trẻ như My Joy, Power, trà sữa Happy, v.v. Ngoài ra, VNM cũng giới thiệu một số sản phẩm để đánh vào danh mục sữa hạt để đa dạng hoá sản phẩm với các nhãn hiệu như Sữa đậu nành hạnh nhân – đậu đỏ, sữa gạo, v.v. Tuy nhiên, công ty cũng cho biết sẽ chưa tập trung nguồn lực vào sữa hạt quá nhiều vì thị trường này vẫn còn rất nhỏ trong khi cho rằng dư địa tăng trưởng của sữa bò vẫn còn lớn.
- ❖ **Doanh thu nước ngoài tăng trưởng gần 15% yoy.** Trong đó: (i) doanh thu xuất khẩu ở báo cáo công ty mẹ tăng trưởng 11,9% yoy, nhờ sự hồi phục của thị trường Iraq trong khi các thị trường Đông Nam Á cũng tăng trưởng rất tốt; (ii) doanh thu của Angkor và Driftwood tiếp tục duy trì tăng trưởng khả quan 18,7% yoy.
- ❖ **Biên gộp cải thiện từ 46,3% lên 47,4%:** (i) VNM tăng 2% giá bán từ đầu Q2 2019 trong giá sữa bột đã chốt đến tháng 5/2019 từ cuối năm 2018 và hiện tại VNM đã tiếp tục chốt giá đến hết tháng 10/2019; (ii) hoạt động tại các trang trại của VNM cải thiện hơn, năng suất bình quân của đàn bò tăng thêm 2,4 lít/con/ngày yoy; (iii) biên gộp xuất khẩu tăng nhẹ 2,4% so với cùng kỳ.
- ❖ **SG&A tăng 9,8% yoy** chủ yếu do chi phí quảng cáo, nghiên cứu thị trường, khuyến mãi và hỗ trợ bán hàng tăng 9,4% yoy. Tỷ lệ SG&A trên doanh thu tăng nhẹ 0,4% so với cùng kỳ lên mức 23,7%.

Tiếp tục đầu tư đàn bò. Hiện tỷ lệ sữa tươi trong tổng nhu cầu đầu vào của VNM là 35% và công ty đưa mục tiêu sẽ tiếp tục tăng tỷ lệ này lên. VNM đang tích cực đầu tư thêm các dự án mới như dự án ở Lào – dự án ở Quảng Ngãi và dự án Cần Thơ – Sông Hậu đang chờ được Chính Phủ phê duyệt.

Về vấn đề xuất khẩu đi Trung Quốc, VNM cho biết tiêu chuẩn xuất khẩu sữa đi Trung Quốc rất khắc khe và VNM đã tiếp nhiều đoàn & cơ quan từ Trung Quốc để kiểm tra chất lượng nhà

máy, trang trại và sản phẩm của công ty. Hiện VNM vẫn đang chờ văn bản hướng dẫn cụ thể và danh sách các doanh nghiệp được phép xuất khẩu sữa chính ngạch đi Trung Quốc.

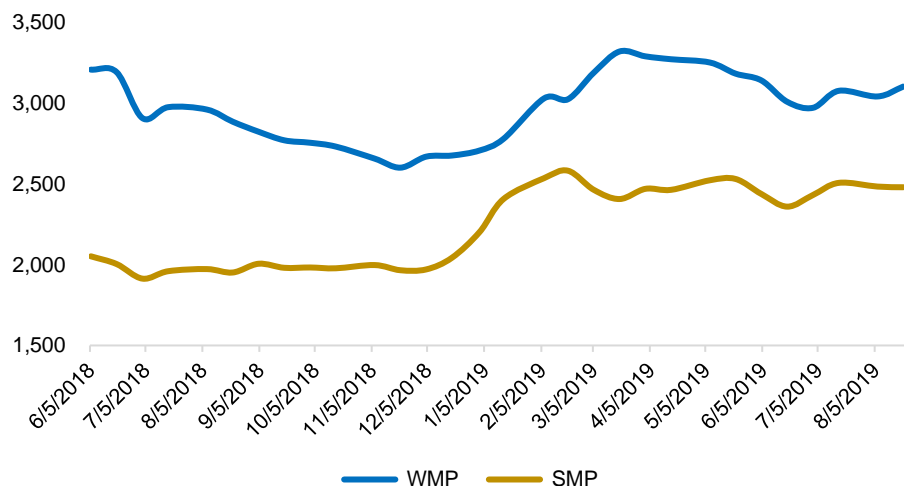
Về kế hoạch tại GTN, VNM cho biết đã nắm quyền phủ quyết tại GTN (khoảng trên 38%) những vẫn chưa có quyết định cụ thể về việc tiếp tục tăng sở hữu tại công ty này, ít nhất là tại thời điểm gặp mặt nhà đầu tư vào đầu Q3 2019.

Dự báo 2019: Lợi nhuận khó bức phá

BVSC dự báo doanh thu thuần cả năm đạt 56.737 tỷ đồng (+7,9% yoy) và lợi nhuận sau thuế 10.688 tỷ đồng (+4,7% yoy). **EPS 2019 ước tính là 5.523 đồng/cp tương ứng với P/E dự phóng 22,5 lần**. Trong đó các giả định chính như sau:

- ❖ **Doanh thu nội địa tăng trưởng 8,1% yoy** trong đó giá bán tăng bình quân 2% và sản lượng tăng trưởng 6%.
- ❖ **Doanh thu xuất khẩu tăng trưởng 6%**. Cần lưu ý dự báo của chúng tôi thấp hơn hẳn mức tăng 11,9% trong 1H 2019 chủ yếu là do nền doanh thu xuất khẩu trong 1H 2018 tương đối thấp. **Doanh thu Angkor & Driftwood dự báo tăng 14%**.
- ❖ **Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ 0,3% xuống còn 46,5%**. Giá WMP trong thời gian gần đây có xu hướng hạ nhiệt sau khi đạt đỉnh vào gần cuối tháng 3/2019 trong khi giá SMP nhìn chung tương đối ổn định. Theo báo cáo cập nhật gần nhất của Rabobank, nguyên nhân WMP giảm là do tồn kho cao ở phía mua do các nhà nhập khẩu đã tranh thủ mua vào WMP trong Q1 2019 do giá thời điểm đó vẫn còn thấp. Về phía cung, sản lượng sữa của 7 khu vực sản xuất lớn nhất thế giới đang dần hồi phục nhưng vẫn còn chậm; Rabobank dự báo nguồn cung sẽ cải thiện nhiều hơn trong năm 2020. Trên cơ sở đó, với giả định giá WMP và SMP đều ổn định ở mức hiện tại đến hết năm 2019, **chúng tôi ước tính chi phí sữa bột bình quân của VNM trong năm nay sẽ tăng khoảng 7% so với cùng kỳ năm trước**.

Diễn biến SMP & WMP (USD/tán)



Nguồn: GlobalDairyTrade

- ❖ **SG&A trên doanh thu thuần duy trì mức 25% như năm 2018.**
- ❖ **Thuế TNDN bình quân tăng từ 15,6% lên 17,0%** do ưu đãi thuế của các nhà máy dần hết đi. Tỷ lệ thuế TNDN bình quân dự báo sẽ tăng dần về 20% đến năm 2023.

Khuyến nghị đầu tư

BVSC đưa ra mức giá mục tiêu **126.800 đồng/cp** cho VNM, cao hơn 2,3% so với giá thị trường và không thay đổi nhiều so với lần cập nhật trước, do đó tiếp tục duy trì khuyến nghị **NEUTRAL**. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu VNM đang thiếu yếu tố hỗ trợ và rất cần những câu chuyện mới mẻ hơn. Những vấn đề sau đây sẽ tiếp tục được nhà đầu tư quan tâm: (i) các thương vụ M&A; (ii) xuất khẩu sữa đi Trung Quốc; (iii) việc thoái phần vốn còn lại của SCIC tại VNM.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2017	2018	2019F	2020F
Doanh thu thuần	51.041	52.562	56.737	60.845
Giá vốn	26.807	27.951	30.340	32.265
Lợi nhuận gộp	24.234	24.611	26.397	28.580
Doanh thu tài chính	816	760	876	951
Chi phí tài chính	87	118	138	134
Lợi nhuận sau thuế (Công ty mẹ)	10.278	10.206	10.688	11.624

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2017	2018	2019F	2020F
Tiền & khoản tương đương tiền	963	1.523	11.864	12.896
Các khoản phải thu ngắn hạn	4.592	4.639	5.008	5.371
Hàng tồn kho	4.021	5.526	5.998	6.379
Tài sản cố định hữu hình	12.356	14.019	14.491	15.449
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	555	1.069	569	569
Tổng tài sản	34.667	37.366	39.486	42.084
Nợ ngắn hạn	10.196	10.640	10.668	11.140
Nợ dài hạn	599	455	437	237
Vốn chủ sở hữu	24.371	26.762	28.872	31.196
Tổng nguồn vốn	34.667	37.366	39.486	42.084

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2017	2018	2019F	2020F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	9%	3%	8%	7%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	10%	-1%	5%	9%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	47%	47%	47%	47%
Lợi nhuận thuần biên (%)	20%	19%	19%	19%
ROA (%)	30%	27%	27%	28%
ROE (%)	42%	38%	37%	37%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	31%	30%	28%	27%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	44%	41%	38%	36%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	5.311	5.274	5.523	6.007
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	16.791	15.365	16.267	17.558

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trương Sỹ Phú**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyên

Cao su tự nhiên, Dầu Khí

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Trần Thị Thu Nga

Bán lẻ, Thép

tranthithunga@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Hàng tiêu dùng

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Tiện ích công cộng

lethanhhhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888