

## Hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật

Tháng 5, 2020

Mã giao dịch: VNM

Reuters: VNM.HM

Bloomberg: VNM VN

### Tiêu thụ sữa dần phục hồi. Giá sữa bột thấp sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận

Khuyến nghị	<b>NEUTRAL</b>
Giá kỳ vọng (VND)	<b>115.000</b>
Giá thị trường (14/05/2020)	113.000
Lợi nhuận kỳ vọng	+1,8%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	83.700-133.360
Vốn hóa	196.776 Tỷ VND
SL cổ phiếu lưu hành	1.741.377.694
KLGD bình quân 10 ngày	1.868.364
% sở hữu nước ngoài	58,6%
Room nước ngoài	100%
Giá trị cổ tức/cổ phần	4.500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4%
Beta	0,8

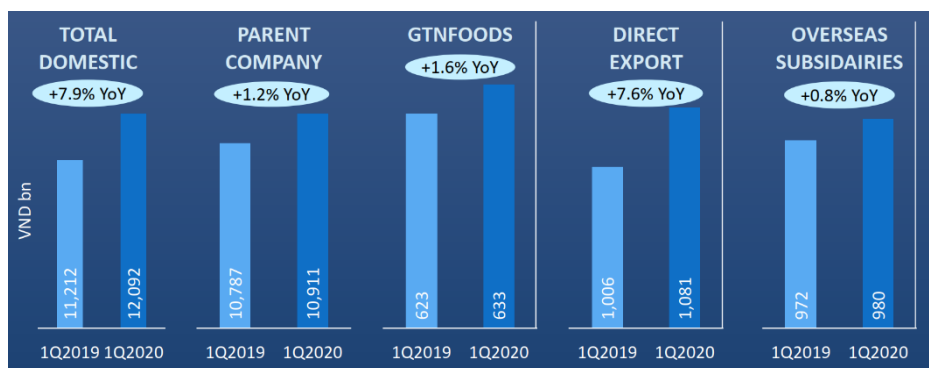
### BIẾN ĐỘNG GIÁ



**Ảnh hưởng từ COVID-19, doanh thu VNM đi ngang trong Q1 nếu loại trừ việc hợp nhất GTN.** VNM công bố kết quả Q1 2020 với doanh thu thuần 14.153 tỷ đồng (+7,3% yoy) và lợi nhuận sau thuế 2.777 tỷ đồng (-0,7% yoy). Trong đó có một số điểm chính như sau:

- ❖ **Doanh thu nội địa của công ty mẹ chỉ tăng trưởng 1,2% yoy dù giá bán đã tăng 3% kể từ Q4 2019.** Bên cạnh đó, doanh thu từ chương trình “Sữa học đường” đáng lẽ được ghi nhận từ tháng 1 đã bị dời sang tháng 5 do ảnh hưởng của dịch bệnh. **VNM cho biết thị phần của mình giảm nhẹ so với cuối năm 2019.**
- ❖ **Biên lợi nhuận ở công ty mẹ đạt 49,4% - tăng 2,8% yoy** chủ yếu nhờ: (i) tăng giá bán từ cuối 2019; (ii) giá sữa bột đầu vào giảm và (iii) cơ cấu sản phẩm cải thiện.
- ❖ **Xuất khẩu trực tiếp tăng trưởng 7%** nhờ vào thị trường Trung Đông. Chúng tôi có lo ngại doanh số sẽ bị ảnh hưởng do giá dầu giảm và dịch COVID-19 tuy nhiên mọi thứ có vẻ vẫn đang ổn. VNM cũng cho biết doanh thu xuất khẩu tháng 4 vẫn đang tăng trưởng tốt ~24% yoy.
- ❖ **Doanh thu công ty con ở nước ngoài đi ngang**, trong đó Driftwood có bị ảnh hưởng nhẹ bởi các trường học ở California đóng cửa từ giữa tháng 3; Angkor Milk thì vẫn tăng trưởng tốt.

### Tăng trưởng doanh thu VNM trong Q1 2020



Nguồn: VNM

- ❖ **Hoạt động kinh doanh của Sữa Mộc Châu (MCM) cải thiện rõ rệt.** Trong Q1, MCM đạt mức tăng trưởng 15% về doanh thu và biên lợi nhuận gộp tăng lên 31% từ mức bình quân ~20% trong năm 2019. Hiện nay VNM đã hoàn thành việc tổ chức lại nhân sự ở GTN, thoái vốn gần hết những mảng không cần thiết và chỉ tập trung vào MCM. VNM cho biết đang xây dựng lại hệ thống quản trị và hệ thống phân phối của MCM, riêng về sau dự kiến sẽ hoàn thành trong tháng 6/2020. **Mục tiêu**

Chuyên viên phân tích

**Trương Sỹ Phú, CFA**

(84 28) 3914 6888 ext 258

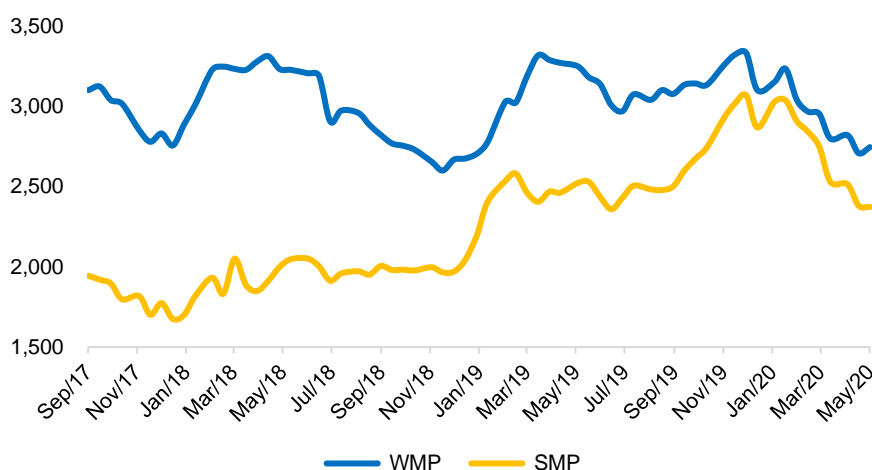
truongsyphu@baoviet.com.vn

của công ty trong vài năm tới là đưa biên lợi nhuận của MCM lên mức bằng với các dòng hàng tương đương tại VNM.

- ❖ Tỷ lệ SG&A / doanh thu tăng +1,6% lên 24% do tác động của việc hợp nhất GTN làm tăng chi phí phân bổ Lợi thế thương mại; ngoài ra chi phí bán hàng để hỗ trợ cho mùa dịch cũng tăng. Qua đó lợi nhuận Q1 2020 của VNM chỉ đi ngang.

**Giá sữa bột thấp sẽ hỗ trợ cho biên lợi nhuận trong phần còn lại của năm 2020.** Hiện nay VNM đã chốt giá sữa nguyên liệu đến tháng 6 và đang đấu thầu để chốt đến tháng 9. Theo thống kê của Global Dairy Trade đầu tháng 5 giá WMP là 2.745USD/tấn và SMP là 2.373USD/tấn, thấp hơn lần lượt 12% và 8% so với mức bình quân của năm 2019. BVSC cho rằng nếu dịch COVID-19 tiếp tục diễn biến phức tạp, đặc biệt là ở Trung Quốc thì giá sữa bột có thể tiếp tục sẽ duy trì ở vùng giá thấp như hiện nay vì dự báo sản lượng sữa của nhóm Big 7 sẽ tăng yoy trong Q2 2020.

**Diễn biến giá WMP (USD/MT)**



**Nguồn: Global Dairy Trade**

**Dự báo lợi nhuận cả năm vẫn tăng trưởng 5,1% dù phải gánh chi phí phân bổ Lợi thế thương mại do hợp nhất GTN.** BVSC dự báo doanh thu thuần cả năm đạt 62.037 tỷ đồng (+9,7% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 11.089 tỷ đồng (+5,1% yoy). EPS 5.730 đồng/cp và P/E dự phóng 19,7 lần. Các giả định chính như sau:

- ❖ Kỳ vọng doanh thu sữa nội địa sẽ hồi phục giúp cả năm tăng trưởng 4,5% yoy. Doanh số trong tháng 4 đã bắt đầu tăng trở lại trên 4%.
- ❖ MCM duy trì mức tăng trưởng 15% về doanh thu trong cả năm 2020.
- ❖ Xuất khẩu cả năm tăng trưởng 15% yoy, chủ yếu nhờ thị trường Trung Đông. Như đã đề cập ở trên, doanh thu xuất khẩu trong tháng 4 vẫn duy trì mức tăng trưởng tốt lên đến 24% yoy.
- ❖ Doanh thu của của công ty con ở nước ngoài tăng nhẹ 2% chủ yếu nhờ Angkor Milk trong khi Driftwood tiếp tục bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh.
- ❖ Chi phí sữa bột bình quân giảm 4% qua đó biên gộp nội địa tăng lên 48,6% từ mức 47,9% của năm ngoái.

**Khuyến nghị đầu tư:** Giá cổ phiếu VNM đã tăng 14% kể từ giữa tháng 4 theo đợt hồi phục chung của thị trường và cũng phần nào phản ánh các tin tức khác như mua cổ phiếu quỹ. Do đó, trong báo cáo này BVSC chỉ khuyến nghị **NEUTRAL** đối với VNM với giá mục tiêu **115.000 đồng/cp**. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sự biến động của thị trường vẫn rất khó lường do ảnh hưởng của dịch COVID-19 ở Việt Nam cũng như là toàn thế giới. Do đó, VNM vẫn là một trong những cổ phiếu an toàn hàng đầu nếu thị trường chuyển hướng điều chỉnh về những vùng giá hấp dẫn hơn.

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>
Doanh thu thuần	51.041	52.562	56.318	61.804
Giá vốn	26.807	27.951	29.746	32.718
Lợi nhuận gộp	24.234	24.611	26.572	29.086
Doanh thu tài chính	816	760	807	897
Chi phí tài chính	87	118	187	246
Lợi nhuận sau thuế (Công ty mẹ)	10.296	10.227	10.581	11.089

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	963	1.523	2.665	13.431
Các khoản phải thu ngắn hạn	3.614	3.380	3.474	4.942
Hàng tồn kho	4.021	5.526	4.983	5.481
Tài sản cố định hữu hình	10.291	13.048	13.744	15.087
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	555	1.069	987	987
<b>Tổng tài sản</b>	<b>34.667</b>	<b>37.366</b>	<b>44.700</b>	<b>45.320</b>
Nợ ngắn hạn	10.196	10.640	14.443	15.084
Nợ dài hạn	599	455	526	411
Vốn chủ sở hữu	23.873	26.271	29.731	29.950
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>34.667</b>	<b>37.366</b>	<b>44.700</b>	<b>45.320</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	9%	3%	7%	10%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	10%	-1%	3%	5%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	47%	47%	47%	47%
Lợi nhuận thuần biên (%)	20%	19%	19%	18%
ROA (%)	32%	28%	26%	24%
ROE (%)	44%	41%	38%	37%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	31%	30%	33%	34%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	45%	42%	50%	52%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	7.093	5.872	6.075	5.730
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	16.448	15.084	17.070	17.124

## 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 Bình Nguyễn**

Cao su tự nhiên, Dầu Khí, Bảo hiểm

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

**Hoàng Bảo Ngọc**

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

**Đỗ Long Khánh**

Hàng không

dolongkhanh@baoviet.com.vn

**Trần Thu Nga**

Bán lẻ, Thép, Ngân hàng

tranthithunga@baoviet.com.vn

**Trần Đăng Mạnh**

Xây dựng, Ô tô &amp; Phụ tùng

trandangmanh@baoviet.com.vn

**Lê Đăng Phương**

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**

Bất động sản, Khu công nghiệp

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

**Lê Thanh Hòa**

Tiện ích công cộng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

**Trương Sỹ Phú**

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

**Ngô Trí Vinh**

Hàng tiêu dùng, Chăn nuôi, Chứng khoán

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