

(NĂM GIỮ; Giá mục tiêu: VND 116,800)

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị NĂM GIỮ đối với CP VNM với giá mục tiêu 116,800 đồng/CP (upside +10%), dựa trên phương pháp Chiết khấu dòng tiền FCFE (Re 11.69%, g 1%). Chúng tôi nhìn nhận kết quả kinh doanh (KQKD) của VNM sẽ không có nhiều bất ngờ trong 2020 – 2022 với tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ròng bình quân 6%/năm. Chúng tôi cho rằng thách thức hiện tại của doanh nghiệp là khả năng bắt kịp những thay đổi trong xu hướng tiêu dùng các sản phẩm sữa để có thể đạt mục tiêu tăng trưởng thị phần.

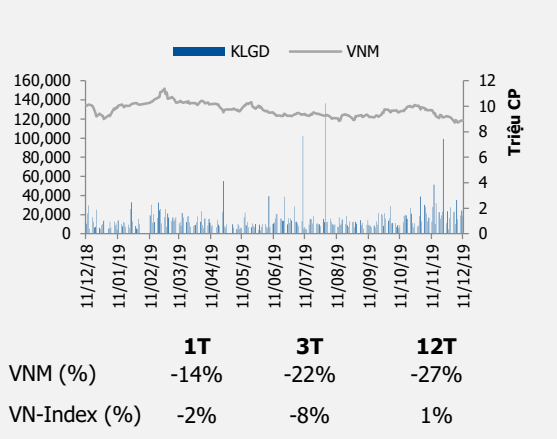
Cập nhật doanh nghiệp

2019, KQKD hợp nhất chưa kiểm toán VNM lần lượt đạt 56,318 tỷ đồng doanh thu (DT +7.1% cùng kỳ - CK) và 10,554 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (LNST +3.4% CK). Kết quả này tương ứng 101% dự phóng DT và 92% dự phóng LNST, chủ yếu do chi phí quản lý thực hiện 1,396 tỷ đồng (+23% CK) vượt 14% dự phóng của chúng tôi. Chi phí nhân viên quản lý đạt 539 tỷ đồng (+38% CK), tăng mạnh trong Q4/2019.

2020 - 2021, chúng tôi dự phóng DT lần lượt đạt 59,678 tỷ đồng (+6% CK) và 63,635 tỷ đồng (+6.6% CK) và LNST lần lượt đạt 11,493 tỷ đồng (+8.9% CK) và 12,025 tỷ đồng (+4.6% CK).

- Về tăng trưởng DT, chúng tôi kỳ vọng sữa chua (16% tỷ trọng DT) là nhóm sản phẩm có tốc độ tăng trưởng cao nhất đạt 17% trong năm 2020 dựa trên nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm giúp tăng sức đề kháng trong mùa dịch bệnh và quay về mức tăng trưởng bình quân 12% từ 2021 trở đi. Phân khúc sữa uống (43% tỷ trọng DT) dự phóng duy trì tốc độ tăng trưởng 7.5%/năm tương ứng với tốc độ dự báo tăng trưởng chung trong mảng này tại thị trường Việt Nam. Thị trường xuất khẩu (16% tỷ trọng DT) tiếp tục được mở rộng với tốc độ 9%/năm.
- Biên lợi nhuận gộp (LNG) 2020, 2021 của VNM dự phóng được cải thiện đạt 47.5% (2019 đạt 47.18%) nhờ (i) tăng tỷ trọng sản phẩm sữa chua và các hàng cao cấp có biên LNG cao hơn và (ii) mặt bằng giá sữa bột nguyên liệu nhập khẩu (65% - 70% tỷ trọng chi phí nguyên liệu) kỳ vọng thấp hơn. Giá sữa bột nguyên liệu đã giảm 12% so với mức cao nhất trong tháng 12/2019 và đang có xu hướng tiếp tục giảm. Công ty thường chốt các đơn hàng sữa nguyên liệu trước 3 tháng, vì vậy, chúng tôi cho rằng tác động tích cực của xu hướng giá nguyên liệu giảm sẽ phản ánh trong 3 quý cuối 2020.
- Chúng tôi lưu ý kế hoạch chi đầu tư 2,500 tỷ đồng/năm và trả nợ vay dài hạn 1,200 tỷ đồng/năm có khả năng làm giảm lãi tiền gửi, dẫn đến tốc độ tăng trưởng LNST chậm hơn tốc độ tăng trưởng DT trong 2021.

Diễn biến giá



Ngày cập nhật	24/02/2020
Thị giá	VND 106,400
Giá mục tiêu	VND 116,800
Upside	+10%
Bloomberg	VNM VN
Vốn hóa	VND 206,527 tỷ
	USD 8,856 triệu
Diễn biến giá 52 tuần	VND 105,000
	VND 146,100
Giá trị giao dịch/ngày	VND 110 tỷ
	USD 4.7 triệu
FOL	100%
Tỷ lệ sở hữu NĐT NN	58.66%

Đơn vị: Tỷ VND	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	56,318	59,678	63,635	68,022
EBIT	12,847	14,073	14,725	15,511
Lợi nhuận sau thuế	10,554	11,493	12,025	12,666
Lợi nhuận sau thuế (cơ bản)	10,554	11,493	12,025	12,666
EPS (VND)	6,062	6,601	6,907	7,275
Tăng trưởng EPS (%)	3.4%	8.9%	4.6%	5.3%
P/E (x)	19.6	18.0	17.2	16.3
EV/EBITDA (x)	14.2	13.1	12.4	11.6
Tỷ suất cổ tức (%)	2.95%	4.73%	4.73%	4.73%
P/B (x)	7.4	6.2	5.9	5.4
ROE (%)	37.7%	34.8%	34.2%	33.4%
Nợ/vốn chủ (%)	53.5%	51.9%	51.2%	54.0%

Nguồn: MBS Research

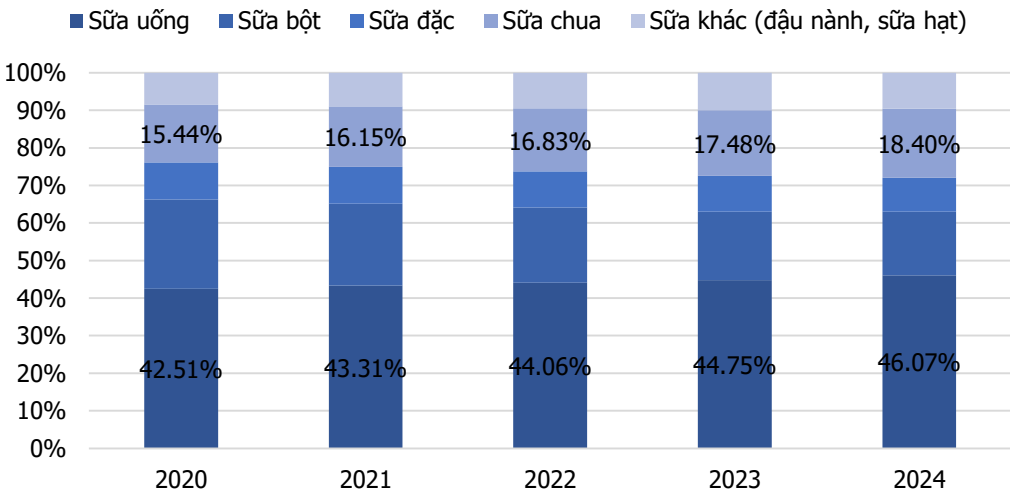
(NĂM GIỮ; Giá mục tiêu: VND 116,800)

Thương vụ M&A với GTN - Sữa Mộc Châu

VNM đã mua lại 75% cổ phần của GTN (CTCP GTNFoods) vào tháng 12/2019. Tuy nhiên, chúng tôi chưa thể hiện sự đóng góp của GTN vào kết quả dự phóng các năm tiếp theo. Mặc dù việc M&A này có khả năng gia tăng thị phần và số lượng bò nguyên liệu của VNM, chúng tôi cho rằng 2020 – 2021 VNM sẽ tập trung tái cơ cấu GTN để cải thiện khả năng sinh lời từ 2022. 2019, GTN ghi nhận mức lỗ lợi nhuận ròng 66 tỷ đồng, so với lợi nhuận ròng bình quân 2015 – 2018 khoảng 30 tỷ đồng/năm.

Xét riêng về kết quả kinh doanh sữa Mộc Châu, mặc dù doanh thu bình quân các sản phẩm sữa đạt 2,200 tỷ đồng/năm có thể gia tăng thị phần VNM khoảng 1.4% - cải thiện đáng kể so với mức tăng trưởng thị phần khiêm tốn 0.2% trong 2019 (thấp hơn kế hoạch 2019 tăng 0.5% – 1%) và tăng khả năng cạnh tranh trực tiếp với TH True Milk tại khu vực phía Bắc, đồng thời, số lượng bò nguyên liệu cũng cải thiện 21% từ 130,000 con lên 157,000 con. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy năng suất cho sữa của đàn bò Mộc Châu hiện thấp hơn 26% VNM, tương ứng biên LNST của VLC (Tổng Công ty Chăn Nuôi Việt Nam, SH 51% CTCP Giống Bò Sữa Mộc Châu) đạt 6.7% trong 2019, thấp hơn 64% biên LNST cùng kỳ của VNM. Chúng tôi cho rằng cần thời gian để cải thiện hiệu quả hoạt động của mảng sữa Mộc Châu. Bên cạnh đó, tỷ lệ lợi ích của VNM trong CTCP Giống Bò Sữa Mộc Châu ước khoảng 28% (sở hữu gián tiếp thông qua GTN và VLC) dẫn đến LNST đem về cho VNM dự kiến 60 tỷ đồng ~ 0.5% LNST VNM.

Tỷ trọng doanh thu các sản phẩm VNM



CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM) – PHỤ LỤC



Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	56,318	59,678	63,635	68,022
Giá vốn hàng bán	29,746	31,362	33,409	35,925
Lợi nhuận gộp	26,572	28,315	30,227	32,097
Doanh thu tài chính	807	1,074	812	852
Chi phí tài chính	187	116	123	132
Chi phí bán hàng và quản lý	14,390	15,248	16,241	17,360
Lợi nhuận trước thuế	12,796	14,018	14,667	15,449
Lợi nhuận sau thuế	10,554	11,493	12,025	12,666
Lợi nhuận ròng	10,581	11,463	11,994	12,633
Lợi ích cổ đông thiểu số	-27	29	31	32
Bảng cân đối kế toán	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Tài sản ngắn hạn	24,722	30,985	31,146	35,661
I. Tiền & tương đương tiền	2,665	8,316	7,798	11,561
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	12,436	12,436	12,436	12,436
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	4,503	5,268	5,617	6,004
IV. Hàng tồn kho	4,983	4,823	5,143	5,498
V. Tài sản ngắn hạn khác	134	142	152	162
Tài sản dài hạn	19,978	19,234	22,063	22,743
I. Các khoản Phải thu dài hạn	21	21	21	21
II. Tài sản cố định	16,043	15,298	18,128	18,807
1. Tài sản cố định hữu hình	14,894	14,149	16,979	17,658
2. Tài sản cố định vô hình	1,150	1,150	1,150	1,150
III. Bất động sản đầu tư	0	1	2	3
IV. Tài sản dở dang dài hạn	944	944	944	944
V. Đầu tư tài chính dài hạn	0	60	0	0
VI. Tài sản dài hạn khác	3,071	3,071	3,071	3,071
Tổng tài sản	44,700	50,219	53,209	58,404
Nợ phải trả	14,958	17,162	18,008	20,480
I. Nợ ngắn hạn	14,433	16,637	17,483	19,954
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	9,081	10,075	11,760	13,597
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	5,351	6,562	5,723	6,357
II. Nợ dài hạn	526	526	526	526
1. Các khoản phải trả dài hạn	526	526	526	526
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	27,971	33,056	35,201	37,924
1. Vốn điều lệ	17,417	17,417	17,417	17,417
2. Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	7,875	14,669	18,612	23,230
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	490	490	490	490
5. Nguồn vốn khác	2,189	481	-1,318	-3,213
Tổng nguồn vốn	44,700	50,219	53,209	58,404

Nguồn: MBS

Chỉ số tài chính	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Định giá				
EPS	6,062	6,601	6,907	7,275
Giá trị sổ sách (BVPS)	16,060	18,979	20,211	21,774
P/E	19.6	18.0	17.2	16.3
P/B	7.4	6.2	5.9	5.4
P/S	3.6	3.4	3.2	3.0
Tỷ suất cổ tức	3.0%	4.7%	4.7%	4.7%
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	47.2%	47.4%	47.5%	47.2%
Biên EBITDA	48.3%	49.0%	48.6%	48.2%
Biên lợi nhuận ròng	18.7%	19.3%	18.9%	18.6%
ROE	37.7%	34.8%	34.2%	33.4%
ROA	23.6%	22.9%	22.6%	21.7%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	7.1%	6.0%	6.6%	6.9%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	6.2%	9.6%	4.6%	5.3%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	3.4%	8.9%	4.6%	5.3%
Tăng trưởng EPS	3.4%	8.9%	4.6%	5.3%
Tăng trưởng tài sản	19.6%	12.3%	6.0%	9.8%
Tăng trưởng vốn chủ	8.6%	18.2%	6.5%	7.7%
Thanh khoản				
Thanh toán hiện hành	171.3%	186.2%	178.2%	178.7%
Thanh toán nhanh	135.8%	156.4%	147.9%	150.4%
Nợ/Tài sản	12.0%	13.1%	10.8%	10.9%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	53.5%	51.9%	51.2%	54.0%
Khả năng thanh toán lãi vay	14.8	20.2	37.8	38.8
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay các khoản phải thu	12.5	11.3	11.3	11.3
Số ngày thu tiền bán hàng	29.2	32.2	32.2	32.2
Vòng quay hàng tồn kho	6.0	6.5	6.5	6.5
Số ngày tồn kho	61.1	56.1	56.2	55.9
Vòng quay các khoản phải trả	3.3	3.1	2.8	2.6
Số ngày phải trả	111.4	117.3	128.5	138.1
Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	11,409	11,498	13,049	13,974
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư	(6,748)	(1,572)	(1,752)	(1,682)
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính	(3,516)	(4,275)	(11,815)	(8,529)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	1,146	5,651	(518)	3,763

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

Sector Outlook