

Hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật

Tháng 11, 2019

Mã giao dịch: VNM

Reuters: VNM.HM

Bloomberg: VNM VN

Giá sữa bột tăng có thể gây áp lực lên biên lợi nhuận trong năm 2020

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **131.400**

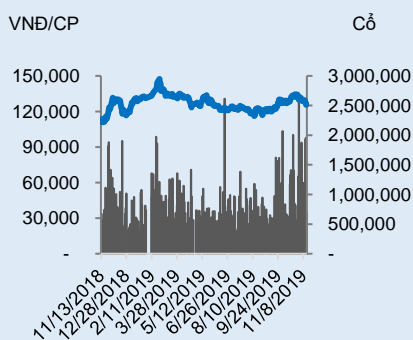
Giá thị trường (14/11/2019) 125.900

Lợi nhuận kỳ vọng **+4,4%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	110.900-147.380
Vốn hóa	219.239 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	1.741.377.694
KLGD bình quân 10 ngày	1.272.992
% sở hữu nước ngoài	58,7%
Room nước ngoài	100%
Giá trị cổ tức/cổ phần	4.500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,6%
Beta	0,6

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VNM	4,4%	-5,0%	3,2%	-1,5%
VN-Index	13,5%	2,3%	1,5%	4,4%

VNM tiếp tục củng cố vị thế số 1 tại thị trường nội địa, xuất khẩu cũng có tín hiệu hồi phục trong 9T 2019. VNM công bố BCTC Q3 2019 với doanh thu thuần đạt 42.079 tỷ đồng (+6,4% yoy) và lợi nhuận sau thuế 8.380 tỷ đồng (+5,7% yoy). Một số điểm nhấn chính như sau:

- ❖ **Thị phần tiếp tục được mở rộng**, với mức tăng 2,2% yoy và 0,3% so với thời điểm đầu năm, trong đó sữa chua tăng hơn 2%, sữa nước tăng 1% và sữa đặc không thay đổi. Qua đó, doanh thu nội địa cũng tăng trưởng 5,8% yoy, nếu loại trừ doanh thu mảng Đường thì chúng tôi cho rằng doanh thu trong nước của VNM tăng trưởng thực tế cao hơn.
- ❖ **Xuất khẩu có tín hiệu tích cực**, với mức tăng trưởng 8,2% yoy chủ yếu nhờ sự phục hồi của thị trường Iraq. **Doanh thu của các công ty con ở nước ngoài cũng tăng trưởng khả quan** 12,4% yoy, đặc biệt là Angkor Milk với mức tăng hơn 35% yoy.
- ❖ **Biên lợi nhuận gộp vẫn mở rộng 0,6% yoy trong bối cảnh giá nguyên vật liệu tăng** chủ yếu do: (i) VNM đã tăng giá bán một số sản phẩm kể từ đầu năm; (ii) cơ cấu doanh thu đang nghiêng về các dòng sản phẩm có biên lợi nhuận cao hơn như sữa nước, sữa chua; (iii) tiết kiệm được chi phí đường và dầu bơ.
- ❖ **SG&A trên doanh thu nhìn chung ổn định** ở mức 24,3% giảm nhẹ 0,2% so với cùng kỳ. Tuy nhiên chúng tôi vẫn dự báo tỷ lệ 25,5% cho cả năm 2019, đồng nghĩa với việc VNM đẩy mạnh chi phí bán hàng trong Q4 để chuẩn bị cho dịp cuối năm và Tết.

VNM giữ quan điểm thận trọng về thị trường Trung Quốc. Do danh mục sản phẩm khá đa dạng nên cần có thêm thời gian để Trung Quốc cấp đầy đủ mã số sản phẩm xuất khẩu, kỳ vọng sẽ hoàn thành trong Q4 2019. Trong thời gian đó, VNM vẫn đang xây dựng hệ thống phân phối tại Trung Quốc (hiện đang có 3 nhà phân phối). Tuy nhiên VNM đánh giá thị trường này cạnh tranh rất khốc liệt ở phân khúc sữa nước và sữa bột nên tạm thời sẽ tập trung vào sữa chua và sữa đặc.

Tích cực tham gia chương trình “Sữa học đường”. Chương trình có quy mô lên đến 300 triệu hộp sữa 180ml mỗi tháng đã từng thành công tại các nước như Hàn Quốc, Nhật và Thái Lan. Hiện tại đã có 17/63 tỉnh thành tham gia chương trình này và VNM đã tham gia tại 15 trong tổng số 17 tỉnh thành, bao gồm 3 thành phố lớn quan trọng là Hà Nội, Đà Nẵng và Hồ Chí Minh. Tuy nhiên, chương trình này mang nhiều ý nghĩa xã hội và cộng đồng, trong đó VNM đã tài trợ một phần giá sữa nên biên lợi nhuận sẽ khá thấp.

Chuyên viên phân tích

Trương Sỹ Phú

(84 28) 3914 6888 ext 258

truongsyphu@baoviet.com.vn

Nỗ lực đa dạng hoá và cao cấp hoá sản phẩm. Trong 9 tháng đầu năm 2019 VNM đã đưa ra thị trường khoảng 17 sản phẩm mới, trong đó có các sản phẩm sữa bột và bột ăn dặm cao cấp, sữa chua và sữa hạt, các loại nước uống có vị Chocolate, kem lạnh, nước trái cây, v.v.

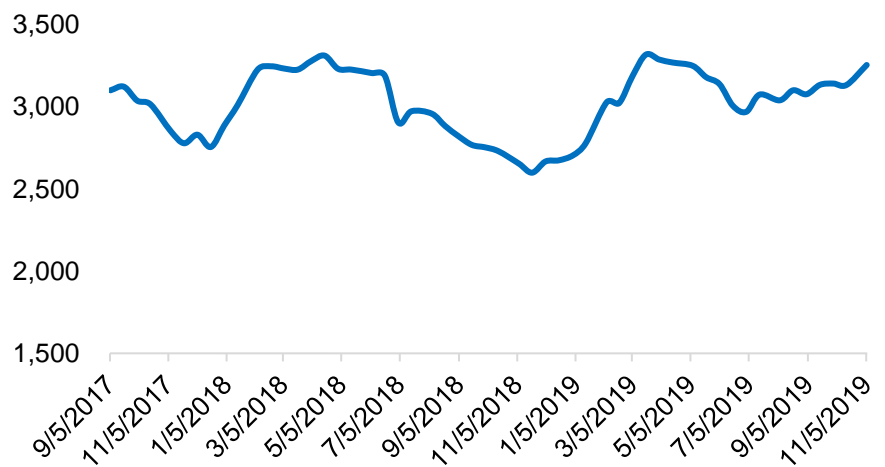


Nguồn: VNM

Lào sẽ là một trong những vùng nguyên liệu sữa tươi chiến lược trong tương lai. Hiện giai đoạn 1 của dự án đang được phát triển trên 4.500 ha (1.000 ha sắp được cấp thêm) trong đó có 4.000 bò organic và 4.000 bò HF. VNM cho rằng vùng nguyên liệu này có thể phát triển lên đến hơn 100.000 con.

Giá sữa bột tăng có thể sẽ gây áp lực lên biên lợi nhuận trong Q4 2019 và năm 2020. Theo báo cáo của Rabobank thời tiết tại New Zealand vài tháng gần đây vẫn chưa có sự cải thiện rõ nét ảnh hưởng đến sản lượng sữa. Chúng tôi cũng nhận thấy giá WMP đã tăng gần 10% kể từ tháng 7 và hơn 17% tính từ đầu năm. Các hợp đồng mua WMP kỳ hạn từ tháng 12/2019 đến tháng 4/2020 đều đang dao động quanh mức 3.250USD/MT. Do đó chúng tôi cho rằng biên gộp Q4 và năm 2020 sẽ có xu hướng giảm so với mức 9T 2019.

Diễn biến giá WMP (USD/MT)



Nguồn: Global Dairy Trade

Dự báo lợi nhuận quý 4 2019 tăng trưởng 8% yoy. BVSC dự báo doanh thu thuần đạt 14.179 tỷ đồng (+9% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 2.466 tỷ đồng (+8% yoy). Như vậy cả năm dự báo VNM đạt 56.258 tỷ đồng doanh thu thuần

(+7% yoy) và lợi nhuận sau thuế 10.846 tỷ đồng (+6% yoy). **EPS dự phóng 5.605 đồng/cp và P/E 22,5 lần.**

BVSC cho rằng lợi nhuận 2020 sẽ tăng trưởng chậm lại do ảnh hưởng từ giá đầu vào. Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần 60.250 tỷ đồng (+7% yoy) và lợi nhuận sau thuế 11.400 tỷ đồng (+5% yoy). **EPS dự phóng 5.891 đồng/cp và P/E 21,4 lần.** Các giả định chính như sau:

- ❖ Sản lượng tiêu thụ nội địa tăng 5% và giá bán bình quân tăng 2%.
- ❖ Doanh thu xuất khẩu trực tiếp tăng 10% trong khi các công ty con ở nước ngoài tăng trưởng 7%, chủ yếu nhờ Angkor Milk.
- ❖ Giá nguyên liệu sữa bột tăng 5%.
- ❖ Biên gộp giảm 0,3% còn 46,9%.

Khuyến nghị đầu tư: Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị **NEUTRAL** đối với VNM trên giá mục tiêu **131.400 đồng/cp**. VNM đang thể hiện sự vững vàng của mình trên vị thế số một tại thị trường nội địa trong khi vẫn nỗ lực không ngừng thay đổi, cải thiện và đa dạng hoá sản phẩm để bắt kịp những xu hướng tiêu dùng mới, đây là điều mà chúng tôi đánh giá rất cao ở công ty. Dù đang thiếu những tin tức hỗ trợ và những động lực tăng trưởng mới trong ngắn hạn, chúng tôi vẫn khuyến nghị VNM như một trong những khoản đầu tư an toàn hàng đầu nếu giá cổ phiếu giảm về vùng hấp dẫn hơn.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2017	2018	2019F	2020F
Doanh thu thuần	51.041	52.562	56,258	60,250
Giá vốn	26.807	27.951	29,720	31,984
Lợi nhuận gộp	24.234	24.611	26,538	28,267
Doanh thu tài chính	816	760	966	1,035
Chi phí tài chính	87	118	162	184
Lợi nhuận sau thuế (Công ty mẹ)	10.278	10.206	10,846	11,400

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2017	2018	2019F	2020F
Tiền & khoản tương đương tiền	963	1.523	14.856	15.918
Các khoản phải thu ngắn hạn	4.592	4.639	4.966	5.318
Hàng tồn kho	4.021	5.526	5.876	6.323
Tài sản cố định hữu hình	12.356	14.019	14.471	15.407
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	555	1.069	569	569
Tổng tài sản	34.667	37.366	42.278	44.939
Nợ ngắn hạn	10.196	10.640	13.496	14.012
Nợ dài hạn	599	455	369	235
Vốn chủ sở hữu	24.371	26.762	28.903	31.183
Tổng nguồn vốn	34.667	37.366	42.278	44.939

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2017	2018	2019F	2020F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	9%	3%	7%	7%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	10%	-1%	6%	5%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	47%	47%	47%	47%
Lợi nhuận thuần biên (%)	20%	19%	19%	19%
ROA (%)	30%	27%	26%	25%
ROE (%)	42%	38%	38%	37%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	31%	30%	33%	32%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	44%	41%	48%	46%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	5.311	5.274	5,605	5,891
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 Bình Nguyễn

Cao su tự nhiên, Dầu Khí

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Trần Thu Nga

Bán lẻ, Thép

tranthithunga@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không

dolongkhanh@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, Khu công nghiệp

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Điện

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