

Khuyến nghị: Theo Dõi

Mã Tuấn Minh Hiền (PTCB)

hien.mtm@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	118,520
Giá đóng cửa	113,700
Upside	4.2%
+Dividend Yield	3.3%
Total Upside	7.5%

Lê Quốc Trung (PTKT)

trunglq@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	120,000
Giá cut loss	95,000

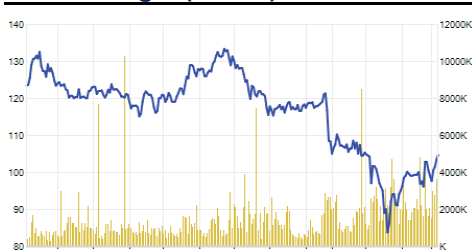
Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp)	1,741.42
Vốn hóa (tỷ đồng)	198,000
Giá cao nhất 52 tuần	133,400
KLGD TB20 phiên (ng cp)	1,442.0
Sở hữu nước ngoài	41.6%

Cổ đông lớn

SCIC	36.01%
F&N Dairy	17.69%
Platinum Victory	10.62%

Diễn biến giá (1 năm)



Tổng quan công ty

Vinamilk là công ty đầu ngành sữa Việt Nam có thị phần nội địa lớn nhất 58% 2017 với lợi thế hơn 250 sản phẩm đa dạng thuộc nhiều ngành hàng khác nhau, thương hiệu uy tín hơn 40 năm, và hệ thống phân phối rộng khắp Việt Nam.

Các báo cáo khác [\(link\)](#)

Tăng tốc hậu COVID-19

Định giá

BSC khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu VNM với giá mục tiêu là **118,520 VND/CP** thấp hơn giá mục tiêu 127,300 VND/CP trong báo cáo trước "Tăng thị phần sau khi hợp nhất GTN" - 02/2020. Giá mục tiêu dựa theo 2 phương pháp DCF và PE với PE mục tiêu là 20x (thấp hơn PE mục tiêu trước là 22x do tốc độ tăng trưởng nội địa và xuất khẩu bị ảnh hưởng bởi tình hình dịch bệnh Covid 19).

Dự báo KQKD 2020E

BSC dự báo KQKD 2020 của VNM với DTT và LNST lần lượt là 60,363 tỷ đồng (+ 7.2% YoY) và 11,063 tỷ đồng (+4.6% YoY), tương đương EPS fw 2020 là 5,726 VND/CP (đã trừ QKTPL), PE fw = 19.9x, và PB fw = 5.8x.

Catalyst: (1) VNM mua cổ phiếu quỹ 17.5 triệu cổ phiếu vào ngày 21/5/2020 - 20/6/2020 **(2)** MSCI sẽ nâng tỷ trọng Việt Nam lên trong danh mục thị trường cận biên trong 2H2020.

Rủi ro đầu tư: (1) Tốc độ tăng trưởng FMCG suy giảm **(2)** Rủi ro doanh thu thị phần xuất khẩu giảm **(3)** Ảnh hưởng dịch bệnh Covid-19.

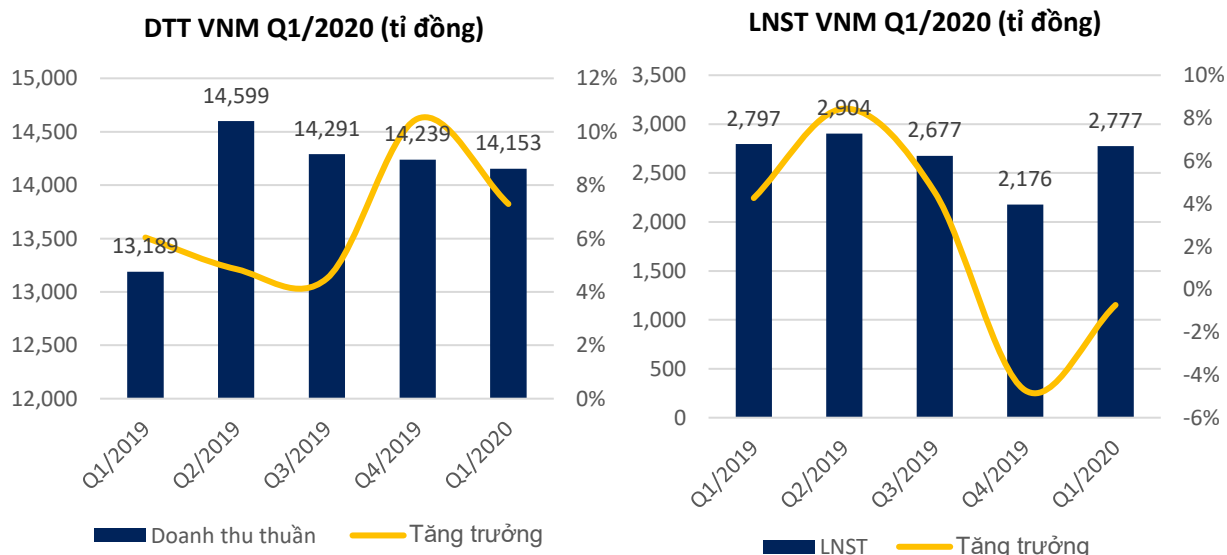
Cập nhật doanh nghiệp Q1/2020 (tiếp tục trang sau):

KQKD VNM trong Q1/2020 tăng trưởng doanh thu tốt nhưng lợi nhuận không tăng trưởng: cụ thể, DTT đạt 14,153 tỷ đồng (+7.3% YoY) tuy nhiên LNST lại giảm nhẹ còn 2,777 tỷ (-0.7% Y/Y). Trong đó, động lực tăng trưởng doanh thu chính của VNM tiếp tục từ thị trường nội địa với tăng trưởng 7.9% từ sát nhập GTN và thị trường xuất khẩu trực tiếp tăng trưởng 7.5% trong Q1/2020.

BLNG VNM duy trì ở mức 46.5% trong Q1/2020 bằng với cùng kì năm 2019 nhờ tăng giá bán 3%. Việc hợp nhất với GTN với biên lợi nhuận gộp là 26% nên đã pha loãng biên gộp của VNM, chúng tôi cho rằng với sự hỗ trợ của VNM trong việc cắt giảm các chi phí không hiệu quả và áp dụng khoa học kỹ thuật sẽ giúp biên gộp của Sữa Mộc Châu bằng với VNM là 35-45% trong 2-3 năm tới.

LNST đạt 2,777 tỷ đồng (-0.7% Y/Y) tương ứng với biên ròng là 19.6% (Q1/2019: 21.1%) do chủ yếu các chi phí hoạt động tăng nhanh hơn doanh thu và thuế thu nhập doanh nghiệp hiệu lực tăng lên 17.3% (Q1/2019: 16.3%).

KQKD VNM trong Q1/2020 tăng trưởng doanh thu tốt nhưng lợi nhuận không tăng trưởng: cụ thể, DTT đạt 14,153 tỷ đồng (+7.3% YoY) tuy nhiên LNST lại giảm nhẹ còn 2,777 tỷ (-0.7% Y/Y). Trong đó, động lực tăng trưởng doanh thu chính của VNM tiếp tục từ thị trường nội địa với tăng trưởng 7.9% và thị trường xuất khẩu trực tiếp tăng trưởng 7.5% trong Q1/2020:



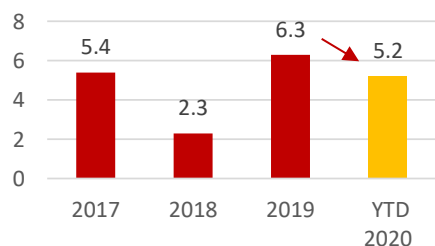
Nguồn: VNM, BSC

Động lực tăng trưởng doanh thu chính của Vinamilk nhờ vào:

(1) Thị trường nội địa đạt doanh thu 12,092 tỷ đồng (+7.9% YoY), động lực tăng trưởng chính: **(1.1) VNM bắt đầu hợp nhất KQKD GTN từ Q1/2020** với DTT là 633 tỷ đồng (+1.6% Y/Y) đóng góp 5% trong doanh thu thị trường nội địa, trong khi doanh thu của công ty mẹ tăng nhẹ 10,911 tỷ đồng (+1.1% Y/Y). **(1.2) Giá bình quân sữa tăng +3% so với cuối năm 2019** để bù lại 1 phần tăng giá nguyên liệu đầu vào. Tuy nhiên, thị phần nội địa của VNM tiếp tục duy trì ở mức cao là 60% tuy có sự giảm nhẹ - 0.2% Y/Y do ảnh hưởng từ dịch COVID-19 khiến cho sữa tiêu thụ học đường và kênh Nhà Hàng- Khách Sạn - Cafe ("HORECA") giảm tương đối mạnh khi Chính phủ yêu cầu học sinh được nghỉ học từ tháng 1/2020 và tạm ngừng hoạt động không thiết yếu.

Theo VNM chia sẻ, trong Quý 1/2020, một số kênh truyền thống là thế mạnh của VNM với hơn 200 nhà phân phối và 2,500 điểm bán lẻ trên toàn quốc đã giúp cho VNM tiếp tục tăng trưởng dương và đồng thời tăng cường bán hàng trực tiếp với các chiến dịch marketing online. Theo thống kê của Kantar Việt Nam, **tăng trưởng ngành sữa trong Q1/2020 khoảng 10.3% cao hơn mức tăng trưởng của FCMG là 5.2% YTD**, trong đó một số dòng sản phẩm tăng trưởng tốt như **sữa chua uống (+36% Y/Y), sữa bột người lớn (+33% Y/Y) và sữa bột công thức cho trẻ em (+14% Y/Y)**.

Giá trị tăng trưởng FMCG ở TP (%)



Thay đổi Giá trị%	YTD 2020
Sữa	10.3%
Đồ uống	-14.1%
Thực phẩm chế biến	26.2%
Chăm sóc cá nhân	29.0%
Gia dụng	11.4%

SP dinh dưỡng và tăng miễn dịch cho người lớn và trẻ	
Sữa chua uống	36%
Sữa bột người lớn	33%
Sữa bột công thức	14%

Nguồn: Kantar

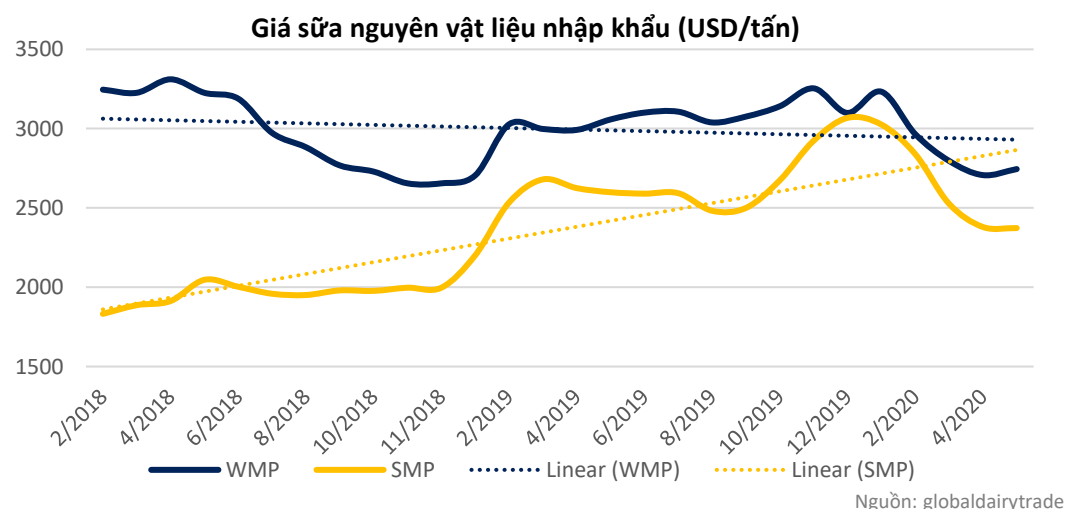
Chúng tôi kỳ vọng VNM có thể duy trì hoạt động kinh doanh ổn định và tăng tốc từ tháng 5 tới cuối năm 2020 để bù lại cho Quý 1. Qua đó, BSC đánh giá trong trường hợp HĐKD trở lại bình thường từ tháng 5/2020, tăng trưởng doanh thu nội địa của VNM (đã bao gồm GTN) có thể đạt mức 7.9-8.5% trong 2020 so với cùng kỳ là 6.3% nhờ sát nhập với GTN và tăng trưởng nội địa phục hồi trong 2H2020.

(2) Xuất khẩu đạt DT 1,081 tỷ đồng (+7.5% YoY) và công ty con ở nước ngoài đạt DT là 980 tỷ đồng (+0.8%) đóng góp lần lượt là 7.6% và 6.9% trong tổng DTT của VNM. Hoạt động xuất khẩu tăng trưởng chủ yếu nhờ vào thị trường chủ lực Trung Đông trong tháng 2/2020 VNM đã ký được hợp đồng xuất khẩu sữa trị giá US\$20 triệu tại hội chợ Gulfood Dubai 2020. Tuy nhiên, các công ty con ở nước ngoài bị ảnh hưởng tương đối lớn từ dịch COVID-19 như nhà máy sữa Driftwood ở Mỹ với đối tượng khách hàng chính là học sinh ở các trường học phải đóng cửa từ giữa tháng 3/2020. Ngoài ra, doanh thu Angkor Milk ở Campuchia tăng trưởng trên 2 chữ số đã bù lại một phần cho các thị trường khác chủ yếu do low base trong 2019 tuy nhiên tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu XK.

Triển vọng xuất khẩu 2020: như trong báo cáo trước chúng tôi đề cập tới triển vọng xuất khẩu một số sản phẩm đã được cấp mã giao dịch sang thị trường Trung Quốc, và một số sản phẩm khác hiện đang chờ sự cho phép từ Trung Quốc. Hiện tại sản lượng xuất khẩu Trung Quốc còn khiêm tốn trong 2020 nhưng sẽ cải thiện trong các năm tiếp theo với chiến lược tập trung vào một số dòng sản phẩm có lợi thế cạnh tranh cao và biên gộp tốt so với các đối thủ từ Trung Quốc.

Cơ cấu Doanh thu thuần VNM	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020
Doanh thu thuần	13,189	27,788	42,079	56,318	14,153
%Y/Y	8.8%	7.6%	6.4%	7.1%	7.3%
Tổng Nội Địa	11,212	23,637	35,821	47,555	12,092
%Y/Y	7.8%	6.4%	5.8%	6.3%	7.9%
% Tỷ trọng	85.0%	85.1%	85.1%	84.4%	85.4%
+ GTN	623	-	-	-	633
%Y/Y	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%
% Tỷ trọng	4.7%	0.0%	0.0%	0.0%	4.5%
Xuất khẩu	1,006	2,284	3,524	5,175	1,081
%Y/Y	7.9%	11.9%	7.8%	14.8%	7.5%
% Tỷ trọng	7.6%	8.2%	8.4%	9.2%	7.6%
Công ty con	972	1,867	2,735	3,588	980
%Y/Y	24.0%	18.7%	12.9%	8.6%	0.8%
% Tỷ trọng	7.4%	6.7%	6.5%	6.4%	6.9%
Lợi Nhuận Gộp	6,155	13,169	19,892	26,572	6,606
%Y/Y	12.2%	10.2%	7.8%	8.0%	7.3%
%GM	46.7%	47.4%	47.3%	47.2%	46.7%
Tổng Nội Địa	5,248	11,247	16,978	22,434	5,704
%GM	46.8%	47.6%	47.4%	47.4%	47.2%
+ GTN	105	-	-	-	166
%GM	16.8%	-	-	-	26.3%
Xuất khẩu	617	1,401	2,209	3,199	673
%GM	61.4%	61.3%	62.7%	62.7%	62.3%
Công ty con	290	521	705	939	229
%GM	29.8%	27.9%	25.8%	25.8%	23.3%

BLNG VNM duy trì ở mức 46.5% trong Q1/2020 bằng với cùng kì năm 2019 nhờ tăng giá bán 3%. Việc hợp nhất với GTN với biên lợi nhuận gộp là 26% nên đã pha loãng biên gộp của VNM, chúng tôi cho rằng với sự hỗ trợ của VNM trong việc cắt giảm các chi phí không hiệu quả và áp dụng khoa học kỹ thuật sẽ giúp biên gộp của Sữa Mộc Châu bằng với VNM là 35-45% trong 2-3 năm tới. Bên cạnh đó, giá bán bình quân của VNM tăng 3% từ cuối năm 2019 để bù lại 1 phần chi phí nguyên vật liệu tăng trong năm trước. BSC kỳ vọng trong quý 2 VNM sẽ duy trì biên gộp ở mức tương đương và tăng lại lên 47-47.5% trong 2H2020 nhờ đấu thầu sữa nguyên liệu nhập khẩu WMP và SMP cho 2H2020 với mức giá thị trường hiện đang giảm lần lượt là -17.2% Y/Y và -3.6% Y/Y theo Globaldairy.



Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng lên 15% Y/Y tương đương tỉ lệ SGA/DTT là 24% (Q1/2018:22.4%). Nguyên nhân chủ yếu do hợp nhất chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp của GTN và chi phí hỗ trợ bán hàng VNM tăng lên 2,102 tỷ đồng (+12% Y/Y). Theo VNM chia sẻ, VNM sẽ duy trì tỉ lệ này bằng với năm trước là 25.55% để đẩy mạnh marketing hỗ trợ bán hàng sau khi dịch hết thúc.

LNST đạt 2,777 tỷ đồng (-0.7% Y/Y) tương ứng với biên ròng là 19.6% (Q1/2019: 21.1%) do chủ yếu các chi phí hoạt động tăng nhanh hơn doanh thu và thuế thu nhập doanh nghiệp hiệu lực tăng lên 17.3% (Q1/2019: 16.3%). Chúng tôi lưu ý doanh thu tài chính của VNM trong Q1/2020 đạt 284 tỷ đồng (+61.6% Y/Y) trong khi đó chi phí tài chính tăng lên 122 tỷ đồng (+325.6% Y/Y), trong đó chi phí lãi vay tăng 12% , và chủ yếu do lãi lỗ tỉ giá chưa thực hiện tăng +12 lần cùng kỳ. Vì thế, chúng tôi cho rằng **(1)** Hiện tại VNM đang nắm giữ tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn cao 15,749 tỷ đồng (+4% Y/Y) sẽ giúp cho doanh thu tài chính tăng 3% Y/Y **(2)** Chi phí lãi lỗ tỉ giá chưa thực hiện do biến động VND/USD mất giá 2% trong Q1/2020 và tình hình tỉ giá kỳ vọng sẽ ổn định lại trong các quý sau.

Dự báo KQKD 2020

BSC dự báo KQKD 2020 của VNM với DTT và LNST lần lượt là **60,363 tỷ đồng (+ 7.2% YoY)** và **11,063 tỷ đồng (+4.6% YoY)**, tương đương EPS fw 2020 là 5,726 VND/CP (đã trừ QKTPL), PE fw = 18.2x, và PB fw = 5.3x.

Đơn vị: Tỷ đồng	FY 2019	FY 2020E	FY 2021E	FY 2022E	FY 2023E	Giả định
Doanh thu thuần	56,318	60,363	63,781	67,746	72,369	(1) Tăng trưởng doanh thu nội địa sẽ ổn định 6-7%, trong đó GTN tăng trưởng duy trì 5% và thị phần của VNM kỳ vọng sẽ tăng trở lại 60-61% trong năm 2020.
%yoy	7%	7.2%	6%	6%	7%	
Nội địa	47,555	48,636	51,554	54,956	58,946	
+ GTN		2,642	2,774	2,913	3,058	
Xuất khẩu	5,175	5,318	5,479	5,661	5,869	
Công ty con	3,588	3,768	3,975	4,215	4,496	(2) Biên gộp VNM 2020 sẽ giảm về 46.8% do việc hợp nhất với GTN, trong đó biên gộp nội địa vẫn tăng tốt nhờ giá NVL giảm mạnh -17% trong 2020 nhưng sẽ tăng lại trong các năm sau.
Lợi nhuận gộp	26,572	27,655	30,071	32,058	34,220	
Nội địa	22,434	22,879	24,852	26,485	28,397	
+ GTN		630	792	970	1,018	
Xuất khẩu	3,199	3,106	3,387	3,499	3,628	
Công ty con	939	1,039	1,041	1,104	1,177	(3) DT tài chính tiếp tục tăng nhờ đầu tư ngắn hạn lớn và VNM chưa có kế hoạch đầu tư lớn trong các năm tới. SGA/DTT sẽ duy trì tỉ lệ 25-26%.
Biên lợi nhuận gộp	47.2%	46.8%	47.1%	47.3%	47.3%	
Nội địa	47.2%	52.0%	48.2%	48.2%	48.2%	
+ GTN		23.8%	28.6%	33.3%	33.3%	
Xuất khẩu	62%	62%	62%	62%	62%	
Công ty con	26.2%	26.2%	26.2%	26.2%	26.2%	
DT tài chính	807	832	783	773	809	
CP tài chính	(187)	(220)	(195)	(177)	(141)	
CP HKKD	(14,390)	(15,421)	(16,294)	(17,307)	(18,488)	
Thu nhập khác	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	
LNTT	12,796	13,458	14,358	15,339	16,393	
CP Thuế	(2,241)	(2,422)	(2,584)	(2,761)	(2,951)	
LNST	10,554	11,035	11,774	12,578	13,442	
LNST&CDTS	10,581	11,063	11,803	12,610	13,476	
%yoy	3.5%	4.6%	6.7%	6.8%	6.9%	
EPS (-QKT&PL)	5,478	5,726	6,109	6,527	6,975	

Nguồn: BSC Research.

Định giá:

BSC khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu VNM với giá mục tiêu là **118,520 VND/CP** thấp hơn giá mục tiêu 127,300 VND/CP trong báo cáo trước "Tăng thị phần sau khi hợp nhất GTN" - 02/2020. Giá mục tiêu dựa theo 2 phương pháp DCF và PE với PE mục tiêu là 20x (thấp hơn PE mục tiêu trước là 22x do tốc độ tăng trưởng nội địa và xuất khẩu bị ảnh hưởng bởi tình hình dịch bệnh Covid 19).

Phương pháp định giá			
P/E (50%)		DCF (50%)	
		Terminal Value (tỷ)	219,746
		WACC	9.0%
		g	1.0%
		PV(Terminal Value)	147,225
		PV(FCFF) 2020-2024F	56,589
		Tổng dòng tiền (tỷ)	203,813
		(Điều chỉnh)	9,541
EPS FW:	5,726	Giá trị VCSH (tỷ)	213,354
P/E mục tiêu:	20.0 x	Số lượng CP (triệu)	1,741.39
Giá mục tiêu:	114,520	Giá mục tiêu:	122,519
Giá mục tiêu:	118,520		
Upside	4.1%		

Nguồn: BSC

1. Phương pháp DCF:

Vinamilk - Phương Pháp DCF					
	FY 2020E	FY 2021E	FY 2022E	FY 2023E	FY 2024E
Doanh thu thuần	60,440	63,863	67,832	72,462	77,466
EBITDA	14,968	16,175	17,551	18,933	20,505
Lợi nhuận sau thuế	11,035	11,774	12,578	13,442	14,563
(+) I*(1-T)	(131)	(111)	(96)	(67)	(35)
(+) Khấu hao	2,115	2,398	2,800	3,201	3,565
(-) Thay đổi Vốn Lưu Động	274	10	114	147	576
(-) CAPEX	(1,856)	(2,280)	(2,218)	(1,283)	(1,371)
FCFF	11,438	11,790	13,178	15,441	17,298
PV (FCFF)	10,955	10,685	10,955	11,774	12,098

Nguồn: BSC

2. Phương pháp PE:

Tên Công ty	Mã	Vốn hóa	Beta	Định Giá			Lợi nhuận			Đòn Bẩy
				PE	PB	EV/EBITDA	Biên Ròng	ROE	ROA	
NESTLE (MALAYSIA) BERHAD	CPF TB	170,390	0.84	12.8	1.3	12.6	2.6	10.7	2.9	152.6
INDOFOOD CBP SUKSES MAKMUR	3799 HK	194,944	0.83	15.4	3.6	11.0	18.0	24.2	20.1	0.1
CHAROEN POKPHAND FOODS PUB	151 HK	207,817	0.52	16.9	4.5	11.4	16.5	27.2	13.1	61.6
DALI FOODS GROUP CO LTD	PEP MK	124,625	0.85	20.0	1.1	67.9	24.6	5.4	4.9	2.9
SAN MIGUEL FOOD AND BEVERAG	322 HK	234,755	0.89	21.3	3.6	8.7	4.5	17.0	6.0	55.8
WANT WANT CHINA HOLDINGS LTD	FB PM	161,421	0.80	21.4	3.8	9.4	6.4	23.2	8.8	44.3
YIHAI INTERNATIONAL HOLDING	ICBP IJ	175,908	0.99	22.3	4.4	14.5	11.9	21.5	13.8	8.8
Vinamilk	VNM	182,845	0.83	19.26	6.09	10.55	16.98	32.6	25.0	18.41
Trung Vị		175,908	0.84	20.04	3.63	11.43	11.87	21.48	8.75	44.34
Trung Bình		181,409	0.82	18.59	3.19	19.37	12.05	18.47	9.94	46.59

Nguồn: Bloomberg.

3. Độ nhạy:

3.1. Độ nhạy giá mục tiêu theo phương pháp DCF

DCF		WACC (%)						
		7.52%	8.02%	8.52%	9.02%	9.52%	10.02%	10.52%
g (%)	-0.5%	121,264	116,378	112,033	108,145	104,645	101,477	98,597
	0.0%	127,245	121,682	116,772	112,405	108,498	104,980	101,796
	0.5%	134,079	127,692	122,101	117,166	112,778	108,850	105,315
	1.0%	141,960	134,557	128,138	122,441	117,560	113,150	109,203
	1.5%	151,149	142,474	135,035	128,584	122,938	117,954	113,522
	2.0%	162,002	151,707	142,989	135,513	129,031	123,356	118,348
	2.5%	175,016	162,610	152,264	143,504	135,991	129,477	123,775

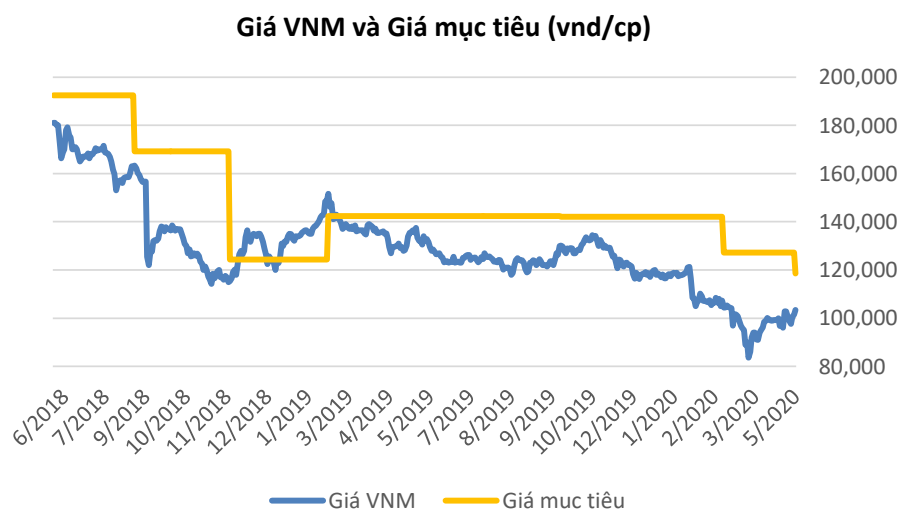
3.2. Độ nhạy giá mục tiêu theo phương pháp PE

Nguồn: BSC

PE		EPS (VND/CP)						
		4,226	4,726	5,226	5,726	6,226	6,726	7,226
P/E (x)	18.5	78,183	87,433	96,683	105,933	115,183	124,433	133,683
	19.0	80,296	89,796	99,296	108,796	118,296	127,796	137,296
	19.5	82,409	92,159	101,909	111,659	121,409	131,159	140,909
	20.0	84,522	94,522	104,522	114,522	124,522	134,522	144,522
	20.5	86,635	96,885	107,135	117,385	127,635	137,885	148,135
	21.0	88,748	99,248	109,748	120,248	130,748	141,248	151,748
	21.5	90,862	101,612	112,362	123,112	133,862	144,612	155,362

Nguồn: BSC

4. Giá VNM và giá mục tiêu quá khứ:



Nguồn: BSC

TÓM TẮT CÁC CHỈ TIÊU BÁO CÁO TÀI CHÍNH

	Q1/2019	Q2/2019	Q3/2019	Q4/2019	Q1/2020
Doanh thu thuần	13,189	14,599	14,291	14,239	14,153
LN gộp	6,155	7,014	6,723	6,680	6,606
DT tài chính	176	191	207	234	285
CP tài chính	(29)	(42)	(45)	(71)	(122)
Lãi vay	(20)	(25)	(28)	(36)	(42)
CP bán hàng	(2,670)	(3,330)	(3,292)	(3,701)	(3,004)
CP QLDN	(278)	(318)	(318)	(482)	(389)
Lãi/lỗ HĐKD	3,341	3,517	3,265	2,674	3,363
TN nhập khác (ròng)	2	33	(11)	(25)	(5)
LN trước thuế	3,343	3,550	3,254	2,649	3,358
LN sau thuế	2,797	2,904	2,677	2,176	2,777
LN CĐ thiếu số	7	5	(13)	(25)	12
LN Cty mẹ	2,791	2,899	2,690	2,202	2,765
EPS	1,606	1,667	1,537	1,250	1,594
TS ngắn hạn	22,040	22,089	22,146	24,722	26,462
Tiền và DT ngắn hạn	10,876	10,983	11,282	15,101	15,750
Phải thu ngắn hạn	5,521	5,391	5,700	4,503	4,712
Tồn kho	5,354	5,541	4,991	4,983	5,734
TS ngắn hạn khác	290	174	174	134	266
TS dài hạn	16,265	18,097	17,956	19,978	19,612
Phải thu dài hạn	88	67	20	21	20
TSCĐ	13,091	13,211	13,407	14,894	14,590
TS dở dang dài hạn	1,097	1,397	1,310	944	1,038
TS dài hạn khác	1,269	1,405	1,129	3,071	2,981
Tổng TS	38,305	40,186	40,102	44,700	46,074
Nợ phải trả	9,382	11,253	12,261	14,969	13,827
Nợ ngắn hạn	8,817	10,816	11,924	14,443	13,315
Vay ngắn hạn	2,126	3,273	4,188	5,351	6,150
Nợ dài hạn	565	437	337	526	512
Vay dài hạn	218	189	94	123	120
Vốn chủ sở hữu	28,923	28,934	27,841	29,731	32,247
Vốn góp	17,417	17,417	17,417	17,417	17,417
LN chưa phân phối	9,452	9,177	7,840	7,875	10,091
Tổng nguồn vốn	38,305	40,186	40,102	44,700	46,074
% yoy DT	8.8%	6.5%	4.0%	9.5%	7.3%
Biên In gộp	46.7%	48.0%	47.0%	46.9%	46.7%
Lãi vay/DTT	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
CP bán hàng/DTT	20.2%	22.8%	23.0%	26.0%	21.2%
CP QLDN/DTT	2.1%	2.2%	2.2%	3.4%	2.8%
Biên In thuần	25.3%	24.1%	22.8%	18.8%	23.8%

DT đạt 14,153 tỷ (+7.9% Y/Y), thị phần 2020 tăng lên 60-61% toàn ngành sữa Việt Nam. Nhìn chung VNM duy trì tăng trưởng mảng nội địa từ trên 7% nhờ hợp nhất GTN.

Chi phí bán hàng chiếm tỷ trọng 24% trong cơ cấu doanh thu do đặc thù ngành FMCG phải tăng trưởng quảng cáo thu hút khách hàng và chi cho các chiến dịch khuyến mãi.

VNM luôn là một công ty tài chính khỏe mạnh với lượng tiền mặt lớn chiếm 34% tổng tài sản của công ty. Ngoài ra, phải thu ngắn hạn giảm về 4,712 tỷ đồng (-15% Y/Y) nhờ siết chặt chính sách công nợ.

Nợ vay ngắn hạn của VNM tăng lên 6,150 tỷ (+189% Y/Y) để hỗ trợ vốn lưu động ngắn hạn, và tái cấu trúc GTN, chúng tôi cho rằng với lượng tiền mặt lớn VNM sẽ giảm vay nợ ngắn hạn trong 2020.

Giá bán tăng để bù đắp lại cho nguyên liệu tăng giúp cho biên lợi nhuận gộp của VNM duy trì là 46.7%. Tuy nhiên lãi vay tăng lên khiến cho biên lợi nhuận thuần giảm về 23.8% trong Q1/2020.

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

1. Khả năng thanh toán	Q1/2019	Q2/2019	Q3/2019	Q4/2019	Q1/2020
Hsố TT ngắn hạn	2.50	2.04	1.86	1.71	1.99
Hsố TT nhanh	1.89	1.53	1.44	1.37	1.56
2. Cơ cấu vốn					
TSNH/ TTS	0.58	0.55	0.55	0.55	0.57
TSDH/ TTS	0.42	0.45	0.45	0.45	0.43
Hsố Nợ/ TTS	0.24	0.28	0.31	0.33	0.30
Hsố Nợ/ VCSH	0.32	0.39	0.44	0.50	0.43
Nợ ngắn hạn / TTS	0.23	0.27	0.30	0.32	0.29
Nợ DH / TTS	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
3. Năng lực hoạt động					
Vquay hàng tồn kho	5.83	5.51	6.24	5.66	5.46
Vquay phải thu	10.0	10.3	9.9	12.3	11.2
Vquay phải trả	8.59	8.01	8.91	7.65	8.56
Số ngày HTK	62.6	66.3	58.5	64.5	66.9
Số ngày phải thu	36.4	35.3	37.0	29.6	32.6
Số ngày phải trả	42.5	45.5	41.0	47.7	42.6
CCC	56.5	56.0	54.6	46.4	56.8
4. Khả năng sinh lời					
LNST/DTT (%)	21.2%	19.9%	18.7%	15.3%	19.6%
LNST/VCSH (%)	9.7%	10.0%	9.6%	7.3%	8.6%
LNST/TTS	7.3%	7.2%	6.7%	4.9%	6.0%
LN từ HĐKD/DTT	25.3%	24.1%	22.8%	18.8%	23.8%
5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)					
TTS/VCSH	1.32	1.39	1.44	1.50	1.43
DT/TTS	0.34	0.36	0.36	0.32	0.31
EBIT/DT	0.25	0.24	0.23	0.19	0.24
EBT/EBIT	0.99	0.99	0.99	0.99	0.99
lãi ròng/LNTT	0.84	0.82	0.82	0.82	0.83
6. Định giá					
PE	21.0	19.5	21.2	19.2	15.0
PB	8.1	7.4	8.1	6.8	4.9
EPS	1,606	1,667	1,537	1,250	1,594
BVPS	16,426	16,434	15,657	16,410	17,860
7. Tăng trưởng (%)					
TTS	8%	11%	18%	20%	20%
Nợ	3.8%	16.6%	51.8%	34.9%	47.4%
DTT	8.8%	6.5%	4.0%	9.5%	7.3%
LN gộp	12.2%	8.4%	3.5%	8.4%	7.3%
LNST	4.3%	8.4%	4.5%	-4.7%	-0.7%
EPS	-13.1%	-9.6%	4.5%	-4.7%	-0.7%

Lượng tiền mặt dồi dào sẽ là nguồn tài chính lớn cho kế hoạch đầu tư 5 năm 2019-2024 là 15,750 tỷ đồng

Thường Quý 1 các khoản phải thu có tăng lên do hỗ trợ công nợ cho nhà phân phối cũng như điểm bán lẻ để đáp ứng Tết. Qua đó, vòng quay nợ phải thu tăng lên trong Q1/2020 là 32.6x so với quý trước đó là Q4/2019 là 36.4x.

Lợi nhuận ròng có giảm nhẹ từ 21.2% trong Q1/2019 so với hiện tại là 19.6% trong Q1/2020 do tăng chi phí hỗ trợ bán hàng và thuế nhà máy tăng.

Hiện tại, P/E của VNM. Chúng tôi đánh giá VNM hiện khá rẻ so với P/E quá khứ là 22x trở lên. Tuy nhiên, do tình hình kinh doanh vẫn còn nhiều bất ổn do dịch COVID nên chúng tôi dự báo P/E mục tiêu cho 2020 quanh vùng 19-20x. Nếu VNM mua cổ phiếu quỹ thì mức định giá có thể tăng lên.

VNM_ Bứt phá

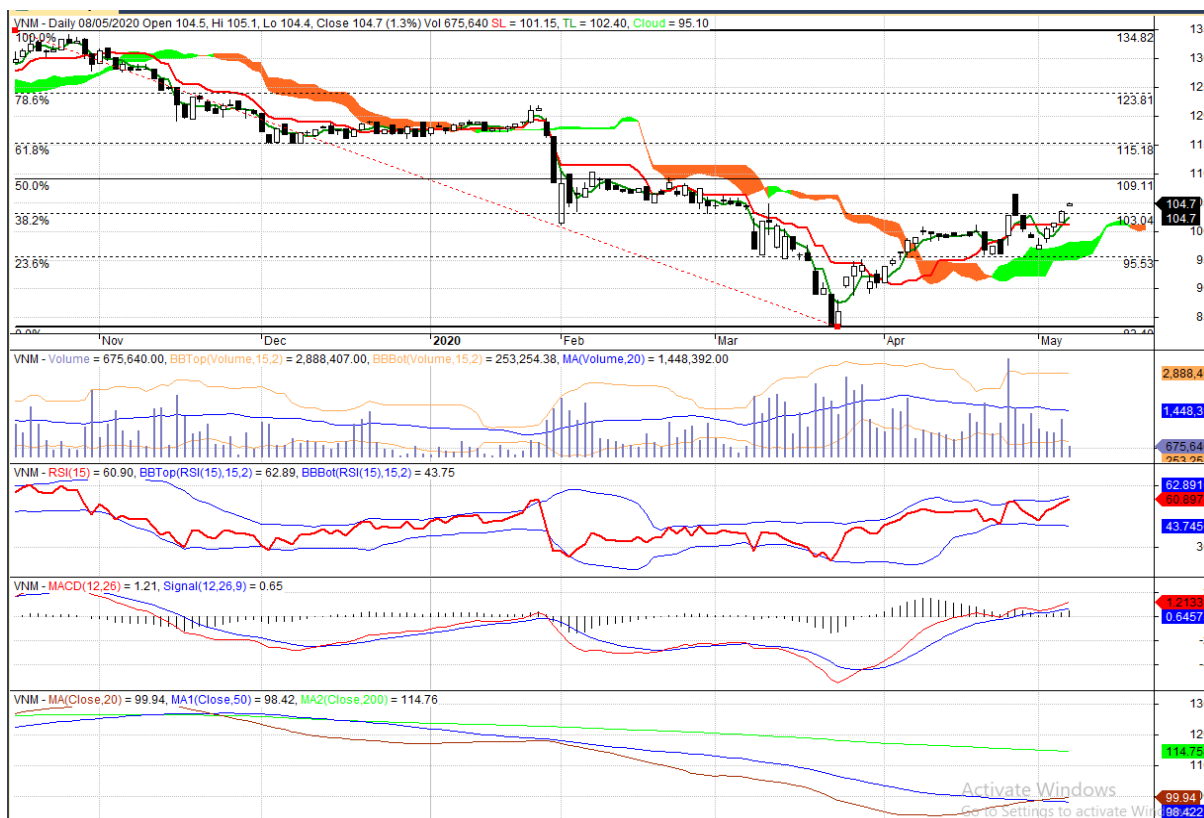
Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Tăng giá.
- Chỉ báo xu hướng MACD: Phân kỳ dương, MACD nằm trên đường tín hiệu.
- Chỉ báo RSI: trung lập, xu hướng tăng.

Nhận định: VNM đang hình thành xu hướng tăng giá sau khi tạo mô hình 2 đáy tại ngưỡng giá 95. Thanh khoản cổ phiếu cũng đã vượt ngưỡng trung bình 20 phiên, báo hiệu xu hướng tăng đã hình thành. Chỉ báo RSI và chỉ báo MACD đều cho thấy xu hướng tăng giá trong giai đoạn tới. Đường giá cổ phiếu cũng đã vượt lên dải mây Ichimoku cho thấy xu hướng tăng giá trung hạn đã hình thành. Như vậy, VNM có kiểm tra lại vùng ngưỡng kháng cự 115-120 trong các phiên giao dịch tới.

Khuyến nghị: các nhà đầu tư có thể mở vị thế tại ngưỡng giá 104-105 chốt lãi tại vùng giá 115-120 trong trung hạn và cắt lỗ nếu cổ phiếu mất ngưỡng hỗ trợ 95

Đồ thị kỹ thuật



Nguồn: BSC, PTKT iBoard

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>

