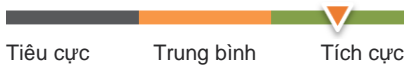


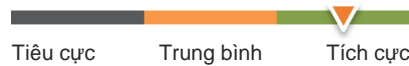
CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM) – CẬP NHẬT KQKD

| | | | | |
|-------------------------------------|-----------------------------------|--------------------------------|---------------------------|--------------------------------|
| Giá thị trường VND132.400 | Giá mục tiêu VND155.600 | Tỷ suất cổ tức 3,39% | Khuyến nghị MUA | Ngành Hàng tiêu dùng |
|-------------------------------------|-----------------------------------|--------------------------------|---------------------------|--------------------------------|

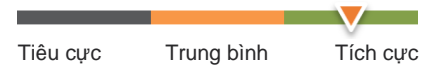
Triển vọng ngắn hạn



Triển vọng dài hạn



Định giá

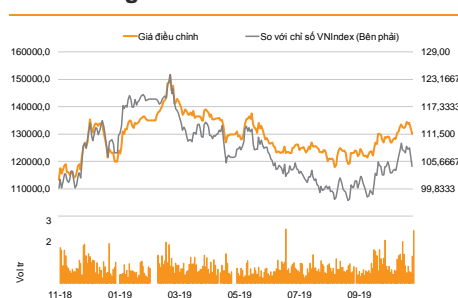


Ngày 01/11/2019

Nguyễn Tiến Đức

duc.nguyentien2@vndirect.com.vn

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

| | |
|--------------------------|---------|
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 151.600 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 113.378 |
| KLGDDBQ 3 tháng (cp) | 836.654 |
| GTGDDBQ 3 tháng (tr VND) | 105.652 |
| Thị giá vốn (tỷ VND) | 230.599 |
| SL CP đang lưu hành (tr) | 1.769 |
| Free float (%) | 33,0 |
| P/E trượt (x) | 21,6 |
| P/B hiện tại (x) | 8,4 |

Cơ cấu sở hữu

| | |
|-------------------------------|-------|
| SCIC | 36,0% |
| F&N Dairy Investment Pte, Ltd | 20,0% |
| Platinum Victory Pte Ltd | 10,6% |
| Khác | 33,4% |

Nguồn: VND RESEARCH

9T19: Lợi nhuận tăng trưởng như kỳ vọng

KQKD 9T19 tăng trưởng phù hợp với dự phóng. Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế Quý 3/19 của VNM tăng trưởng lần lượt 4,0% và 3,3% so với cùng kỳ, hoàn thành tương ứng 73,7% và 78,4% doanh thu và lợi nhuận dự phóng cả năm 2019 của chúng tôi.

Cả thị trường trong nước và xuất khẩu đều có mức tăng trưởng khả quan trong 9T19. Doanh thu nội địa 9T19 tăng trưởng 5,7% so với cùng kỳ, đạt 35.820 tỷ đồng, khả quan hơn mức tăng trưởng 2,7% trong 9T18. Tăng trưởng doanh thu nội địa chủ yếu đến từ sản lượng hàng bán tăng 3,7~4,7% và giá bán trung bình tăng 1~2% so với cùng kỳ. Doanh nghiệp cho biết kết quả doanh thu khả quan trong kỳ đến từ việc phát hành 15 sản phẩm mới và mạng lưới bán hàng được mở rộng thêm khoảng 15.000 điểm (+4% so với cùng kỳ).

Biên LNG cải thiện nhờ giá bán sản phẩm trung bình cao hơn. Giá trung bình sữa bột nguyên liệu trong 9T19 không thay đổi so với cùng kỳ, giữ ở mức 3,086USD/tấn, do đó không có tác động đáng kể lên biên LNG. Mặt khác, nhờ giá bán bình quân tăng 1~2% nên biên LNG thị trường nội địa tăng 1,1 điểm % so với cùng kỳ. Trong lúc đó biên LNG nước ngoài giảm 1,9 điểm % do sự thay đổi trong cơ cấu sản phẩm. Kết quả là biên LNG của VNM trong 9T19 tăng 0,6 điểm phần trăm, tăng lên mức 47,3%.

Chi phí thuế gia tăng. Biên LNTT 9T19 của VNM tăng 0,2 điểm phần trăm lên mức 24,1% nhờ biên LNG tốt hơn và tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp giảm 0,3 điểm % so với cùng kỳ. Mặc dù vậy, biên LNST 9T19 của VNM giảm nhẹ 0,3 điểm % so với cùng kỳ do thuế suất TNDN khả dụng tăng 2,1 điểm % khi một số nhà máy của doanh nghiệp đã hết hạn được ưu đãi thuế. Loại trừ tác động của các yếu tố bất thường (thanh lý tài sản, hỗ trợ thu nhập từ nhà cung cấp), lợi nhuận cốt lõi của VNM tăng trưởng 10,8% trong 9T19.

Cánh cổng chính ngạch vào thị trường Trung Quốc sắp mở. Vào tháng 10/2019, TH Milk đã nhận được giấy phép xuất khẩu sữa chính ngạch vào thị trường đông dân nhất thế giới. Chúng tôi tin rằng VNM cũng sẽ sớm nhận được giấy phép này và bắt đầu phân phối sản phẩm của mình vào thị trường này trong những tháng cuối năm 2019.

| Tổng quan tài chính (VND) | 12-17A | 12-18A | 12-19E | 12-20E |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần (tỷ) | 51.041 | 52.562 | 57.093 | 62.588 |
| Tăng trưởng DT thuần | 9,1% | 3,0% | 8,6% | 9,6% |
| Biên lợi nhuận gộp | 47,5% | 46,8% | 46,9% | 47,3% |
| Biên EBITDA | 21,5% | 20,5% | 21,8% | 24,1% |
| LN ròng (tỷ) | 10.261 | 10.184 | 10.668 | 11.778 |
| Tăng trưởng LN ròng | 9,4% | (0,7%) | 4,8% | 10,4% |
| Tăng trưởng LN cốt lõi | 8,6% | (1,9%) | 7,1% | 11,3% |
| EPS Pha loãng | 5.296 | 5.336 | 5.819 | 6.424 |
| BVPS | 16.105 | 14.805 | 16.430 | 18.693 |
| ROAE | 44,8% | 41,4% | 39,2% | 38,5% |

Nguồn: VND RESEARCH

Hình 1: So sánh kết quả kinh doanh

| Tỷ VND | Q3/19 | Q3/18 | %yoy chg | 9T19 | 9T18 | %yoy chg | 2019F | % so với dự báo 2019 | Chú thích |
|---|---------------|---------------|------------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|----------------------------|---|
| Doanh thu | 14.291 | 13.735 | 4,0% | 42.079 | 39.558 | 6,4% | 57.093 | 73,7% | |
| Nội địa | 12.183 | 11.689 | 4,2% | 35.820 | 33.897 | 5,7% | 47.866 | 74,8% | Doanh thu nội địa 9T2019 tăng 5,7% so với cùng kỳ nhờ khối lượng tiêu thụ tăng 3,7%~4,7% và giá bán tăng 1%~2% so với cùng kỳ |
| Nước ngoài | 2.108 | 2.046 | 3,0% | 6.259 | 5.661 | 10,6% | 9.227 | 67,8% | Doanh thu từ nước ngoài 9T2019 tăng 10,6% yoy nhờ sự tăng trưởng tốt của cả hoạt động xuất khẩu (+10% yoy) và các công ty con ở nước ngoài (+11% yoy) |
| Lợi nhuận gộp (LNG) | 6.723 | 6.494 | 3,5% | 19.892 | 18.449 | 7,8% | 26.748 | 74,4% | |
| Biên LNG | 47,0% | 47,3% | -0,2% pts | 47,3% | 46,6% | 0,6% pts | 46,9% | 0,4% pts | |
| Nội địa | 47,0% | 46,5% | 0,5% pts | 47,4% | 46,3% | 1,1% pts | 47,0% | 0,4% | Biên LNG nội địa tăng 1,1% nhờ DN tăng giá bán 1%~2% trong khi giá trung bình 9T19 của sữa bột nguyên liệu không đổi so với cùng kỳ |
| Nước ngoài | 47,1% | 51,7% | -4,7% pts | 46,6% | 48,4% | -1,9% pts | 46,6% | 0,0% | |
| Giá trung bình sữa bột nguyên liệu (US\$/Tấn) | 3.065 | 2.885 | 6,2% | 3.086 | 3.087 | 0,0% | 3.050 | 1,2% | |
| Chi phí bán hàng và QLDN (SG&A) | 3.610 | 3.411 | 5,8% | 10.207 | 9.708 | 5,1% | 14.736 | 69,3% | |
| % SG&A so với doanh thu | 25,3% | 26,9% | -1,7% pts | 24,3% | 24,5% | -0,3% pts | 25,8% | -1,6% pts | % SG&A so với doanh thu 9T19 giảm 0,3 điểm phần trăm so với cùng kỳ nhờ chi phí quảng cáo và khuyến mại giảm 0,4 điểm phần trăm |
| EBIT | 3.113 | 2.796 | 11,3% | 10.147 | 9.445 | 7,4% | 12.012 | 84,5% | |
| Biên EBIT | 21,8% | 20,4% | 1,4% pts | 24,1% | 23,9% | 0,2% pts | 21,0% | 3,1% pts | |
| LN Trước thuế (LNNT) | 3.254 | 3.064 | 6,2% | 10.147 | 9.445 | 7,4% | 12.775 | 79,4% | |
| Biên LNNT | 22,8% | 22,3% | 0,5% pts | 24,1% | 23,9% | 0,2% pts | 22,4% | 1,7% pts | |
| Thuế TNDN | 577 | 474 | 21,9% | 1.769 | 1.450 | 22,0% | 2.084 | 84,9% | |
| Thuế suất TNDN | 17,7% | 15,5% | 2,3% pts | 17,4% | 15,4% | 2,1% pts | 16,3% | 1,1% pts | Thuế suất TNDN 9T19 tăng 2,1 điểm phần trăm do thời gian hưởng ưu đãi thuế của một số nhà máy đã hết |
| LN Sau thuế | 2.677 | 2.591 | 3,3% | 8.378 | 7.995 | 4,8% | 10.690 | 78,4% | |
| Biên LNNT | 18,7% | 18,9% | -0,1% pts | 19,9% | 20,2% | -0,3% pts | 18,7% | 1,2% pts | |
| EPS pha loãng (VND) | 1.537 | 1.487 | 3,3% | 4.810 | 4.590 | 4,8% | 5.819 | 82,7% | |

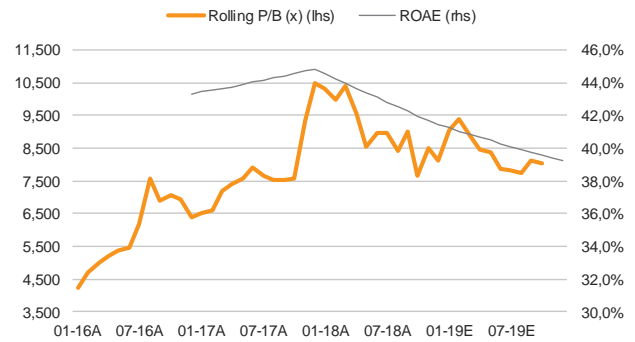
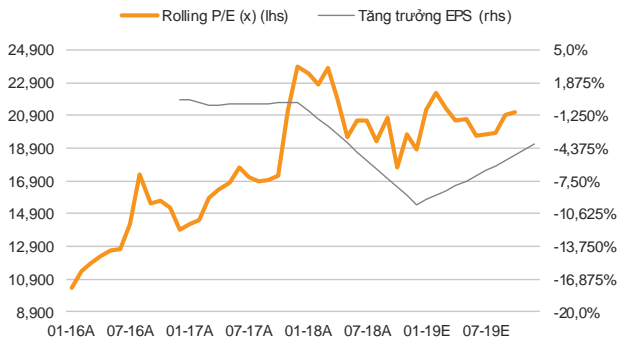
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành (Dữ liệu ngày 01/11/2019)

| Các DN sản xuất sữa | Mã Bloomberg | Giá mục Recom. tiêu (VND) | Vốn hóa (Triệu US\$) | Tăng trưởng EPS (%) | | | P/E (x) | | P/B (x) | | ROE (%) | | ROA (%) | | Ngv/VCSH (x) |
|--------------------------|--------------|---------------------------|----------------------|---------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|
| | | | | FY19F | FY20F | TTM | FY19F | TTM | FY19F | TTM | FY19F | TTM | FY19F | TTM | |
| Inner Mongolia Yili | 600887 CH | NR | N/a | 25.137 | 1,1% | 10,8% | 25,1 | 25,2 | 7,0 | 5,8 | 27,7% | 23,2% | 14,3% | 13,4% | 0,2 |
| China Mengniu Dairy | 2319 HK | NR | N/a | 15.731 | 42,0% | -0,1% | 30,9 | 23,8 | 4,1 | 3,7 | 14,2% | 16,1% | 5,2% | 7,6% | 0,4 |
| Yakult Honsha Co | 2267 JP | NR | N/a | 9.798 | 5,3% | -0,1% | 29,7 | 28,6 | 3,0 | 2,8 | 9,5% | 10,6% | 5,4% | 7,0% | 0,3 |
| Vitasoy | 345 HK | NR | N/a | 4.330 | 18,2% | 13,7% | 48,6 | 42,7 | 10,1 | 9,6 | 22,9% | 23,7% | 12,6% | 12,7% | 0,0 |
| Morinaga Milk Industries | 2264 JP | NR | N/a | 1.929 | 42,3% | -19,8% | 14,5 | 10,6 | 1,2 | 1,1 | 8,7% | 11,0% | 3,3% | 5,3% | 0,6 |
| Bright Dairy | 600597 CH | NR | N/a | 1.898 | 26,5% | 12,2% | 34,3 | 28,7 | 2,4 | 2,9 | 7,2% | 8,6% | 2,2% | 3,6% | 0,7 |
| Trung bình | | | | 9.804 | 22,6% | 2,8% | 30,5 | 26,6 | 4,6 | 4,3 | 15,0% | 15,5% | 7,2% | 8,3% | 0,4 |
| Trung vị | | | | 7.064 | 22,4% | 5,4% | 30,3 | 26,9 | 3,6 | 3,3 | 11,8% | 13,6% | 5,3% | 7,3% | 0,4 |
| CTCP Sữa Việt Nam | VNM VN | MUA | 155.600 | 9.757 | 9,0% | 10,4% | 21,6 | 20,2 | 8,4 | 8,0 | 42,9% | 36,6% | 26,6% | 25,5% | 0,4 |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

| (tỷ VND) | 12-18A | 12-19E | 12-20E |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Doanh thu thuần | 52.562 | 57.093 | 62.588 |
| Giá vốn hàng bán | (27.951) | (30.345) | (32.998) |
| Chi phí quản lý DN | (1.133) | (1.228) | (1.348) |
| Chi phí bán hàng | (12.266) | (13.508) | (14.878) |
| LN hoạt động thuần | 11.212 | 12.012 | 13.364 |
| EBITDA thuần | 10.476 | 11.122 | 12.294 |
| Chi phí khấu hao | 1.627 | 1.713 | 1.911 |
| LN HĐ trước thuế & lãi vay | 11.212 | 12.012 | 13.364 |
| Thu nhập lãi | 666 | 673 | 675 |
| Chi phí tài chính | (118) | (130) | (177) |
| Thu nhập ròng khác | 269 | 191 | 209 |
| TN từ các Cty LK & LD | 22 | 30 | 34 |
| LN trước thuế | 12.052 | 12.775 | 14.104 |
| Thuế | (1.846) | (2.084) | (2.301) |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | (22) | (23) | (25) |
| LN ròng | 10.184 | 10.668 | 11.778 |
| Thu nhập trên vốn | 10.184 | 10.668 | 11.778 |
| Cổ tức phổ thông | (7.838) | (7.838) | (7.838) |
| LN giữ lại | 2.346 | 2.830 | 3.941 |

Bảng cân đối kế toán

| (tỷ VND) | 12-18A | 12-19E | 12-20E |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền và tương đương tiền | 1.523 | 1.672 | 1.868 |
| Đầu tư ngắn hạn | 8.674 | 7.708 | 8.449 |
| Các khoản phải thu ngắn hạn | 4.621 | 5.020 | 5.503 |
| Hàng tồn kho | 5.526 | 6.611 | 7.095 |
| Các tài sản ngắn hạn khác | 304 | 1.475 | 2.683 |
| Tổng tài sản ngắn hạn | 20.648 | 22.485 | 25.598 |
| Tài sản cố định | 14.234 | 15.172 | 16.189 |
| Tổng đầu tư | 1.069 | 2.812 | 2.612 |
| Tài sản dài hạn khác | 1.416 | 1.418 | 1.434 |
| Tổng tài sản | 37.366 | 41.887 | 45.833 |
| Vay & nợ ngắn hạn | 1.060 | 1.588 | 1.699 |
| Phải trả người bán | 3.991 | 4.335 | 4.752 |
| Nợ ngắn hạn khác | 5.588 | 4.823 | 4.846 |
| Tổng nợ ngắn hạn | 10.640 | 10.746 | 11.297 |
| Vay & nợ dài hạn | 216 | 1.779 | 1.209 |
| Các khoản phải trả khác | 239 | 260 | 285 |
| Vốn điều lệ và | 17.417 | 17.417 | 17.417 |
| LN giữ lại | 7.155 | 9.452 | 12.804 |
| Vốn chủ sở hữu | 25.781 | 28.611 | 32.552 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 490 | 490 | 490 |
| Tổng nợ và vốn chủ sở hữu | 37.366 | 41.887 | 45.833 |

Báo cáo LCTT

| (tỷ VND) | 12-18A | 12-19E | 12-20E |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| LN trước thuế | 12.052 | 12.775 | 14.104 |
| Khấu hao | 1.684 | 1.770 | 1.968 |
| Thuế đã nộp | (1.880) | (2.084) | (2.301) |
| Các khoản điều chỉnh khác | (675) | (706) | (683) |
| Thay đổi VLĐ | (3.040) | (1.905) | (562) |
| LC tiền thuần HĐKD | 8.140 | 9.849 | 12.526 |
| Đầu tư TSCĐ | (3.186) | (3.196) | (3.504) |
| Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ | 94 | 87 | 61 |
| Các khoản khác | 1.398 | (777) | (542) |
| Thay đổi tài sản dài hạn khác | 648 | (68) | (82) |
| LC tiền từ HĐĐT | (1.045) | (3.953) | (4.067) |
| Thu từ PH CP, nhận góp VCSH | 0 | 0 | 0 |
| Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ | (3) | 0 | 0 |
| Tiền vay ròng nhận được | 724 | 2.091 | (459) |
| Dòng tiền từ HĐTC khác | (1) | 0 | 0 |
| Cổ tức, LN đã trả cho CSH | (7.256) | (7.838) | (7.838) |
| LC tiền thuần HĐTC | (6.536) | (5.746) | (8.297) |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì | 963 | 1.523 | 1.672 |
| LC tiền thuần trong năm | 559 | 149 | 162 |
| Tiền & tương đương tiền cuối kì | 1.523 | 1.672 | 1.834 |

Các chỉ số cơ bản

| | 12-18A | 12-19E | 12-20E |
|---------------------------------|--------|--------|--------|
| Dupont | | | |
| Biên LN ròng | 19,4% | 18,7% | 18,8% |
| Vòng quay TS | 1,46 | 1,44 | 1,43 |
| ROAA | 28,3% | 26,9% | 26,9% |
| Đòn bẩy tài chính | 1,47 | 1,46 | 1,43 |
| ROAE | 41,4% | 39,2% | 38,5% |
| Hiệu quả | | | |
| Số ngày phải thu | 23,5 | 23,5 | 23,5 |
| Số ngày nắm giữ HTK | 72,2 | 79,5 | 78,7 |
| Số ngày phải trả tiền bán | 52,1 | 52,1 | 52,7 |
| Vòng quay TSCĐ | 3,93 | 3,88 | 3,99 |
| ROIC | 37,0% | 32,9% | 32,8% |
| Thanh khoản | | | |
| Khả năng thanh toán ngắn hạn | 1,9 | 2,1 | 2,3 |
| Khả năng thanh toán nhanh | 1,4 | 1,5 | 1,6 |
| Khả năng thanh toán tiền mặt | 1,0 | 0,9 | 0,9 |
| Vòng quay tiền | 43,5 | 50,8 | 49,5 |
| Chỉ số tăng trưởng (yoy) | | | |
| Tăng trưởng DT thuần | 3,0% | 8,6% | 9,6% |
| Tăng trưởng LN từ HĐKD | (1,9%) | 7,1% | 11,3% |
| Tăng trưởng LN ròng | (0,7%) | 4,8% | 10,4% |
| Tăng trưởng EPS | (0,7%) | 4,8% | 10,4% |

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT**Khuyến nghị cổ phiếu**

| | |
|---------|---|
| MUA | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên |
| NẮM GIỮ | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% |
| BÁN | Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% |

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

| | |
|------------|--|
| TÍCH CỰC | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |
| TRUNG TÍNH | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |
| TIÊU CỰC | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Phó Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Tiến Đức – Chuyên viên Phân tích

Email: duc.nguyentien2@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>