2020

BÁO CÁO CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI – BP PHÂN TÍCH NGÀNH

CTCP CHỨNG KHOÁN KIẾN THIẾT VIỆT NAM

MỤC LỤC

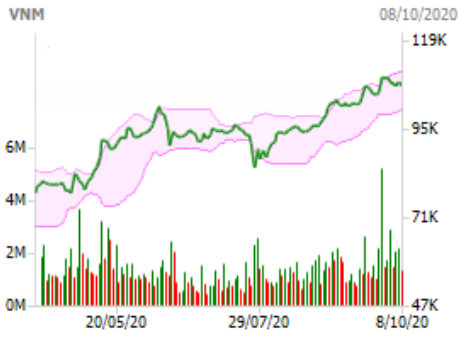
VINAMILK TIẾP TỤC KHẲNG ĐỊNH VỊ THẾ SỐ MỘT TRONG NGÀNH 2
TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM 3
VỊ THẾ SỐ MỘT CỦA VNM TRONG NGÀNH 5
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH TÍCH CỰC CỦA VNM 10
SỨC KHỎE TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP 13
ĐỊNH GIÁ 16

CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM (HSX: VNM)

Báo cáo cập nhật 8/10/2020

Khuyến nghị:	**PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG**
Giá mục tiêu (VND):	116.000
Tiềm năng tăng giá:	8%
Cổ tức:	15-20%
Lợi suất cổ tức:	1,2%

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



Thông tin cổ phiếu 08/10/2020

Giá hiện tại (VND):	106.900
Số lượng CP niêm yết:	1.741.687.793
Vốn điều lệ (tỷ VND):	17.416
Vốn hóa TT(tỷ VND):	263.295
% Sở hữu nước ngoài:	58,17%

Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2017	2018	2019
EPS (vnd)	6.355	5.295	5.477
BV (vnd)	16.105	14.802	15.792
Cổ tức	20%	20%	45%
ROA(%)	32,1%	28,4%	25,7%
ROE(%)	44,4%	40,7%	37,8%

Hoạt động chính

Công ty cổ phần Sữa Việt Nam là công ty sữa lớn nhất Việt Nam hiện nay. Các hoạt động của công ty chủ yếu là sản xuất, kinh doanh các sản phẩm sữa..

Nguồn: VNCS tổng hợp

VINAMILK TIẾP TỤC KHẲNG ĐỊNH VỊ THẾ SỐ MỘT TRONG NGÀNH

Luận điểm đầu tư:

Chỉ tiêu	2017	2018	2019	2020F
Doanh thu thuần *(tỷ vnđ)*	51.041	52.561	56.318	59.600
Tăng trưởng doanh thu	9,1%	2,9%	7,1%	5,7%
Lợi nhuận gộp *(tỷ vnđ)*	24.234	24.611	26.572	28.012
Biên lợi nhuận gộp	47,5%	46,8%	47,1%	47%
Lợi nhuận sau thuế *(tỷ vnđ)*	10.278	10.205	10.554	11.081
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	9,8%	-0,7%	3,4%	5%
Biên lợi nhuận sau thuế	20%	19,4%	18,7%	18,5%
EPS (vnđ)	6.355	5.295	5.477	5.750

- **Tiềm năng phát triển của ngành công nghiệp sữa Việt Nam vẫn còn đang rộng mở** khi thu nhập bình quân trên đầu người của nước ta đang tăng nhanh, người dân ngày càng quan tâm về sức khỏe dinh dưỡng, trong khi tiêu thụ sữa bình quân trên đầu người còn thấp.
- **VNM tiếp tục duy trì vị số một trong ngành với các ưu thế vượt trội hơn các đối thủ cạnh tranh** như vùng nguyên liệu rộng lớn, dây chuyền sản xuất hiện đại hàng đầu cùng chuỗi hệ thống phân bố rộng khắp cả nước.
- **Vinamilk ước tính kết quả quý 3/2020 tăng trưởng 9% về doanh thu và 16% về lợi nhuận. Tính chung 9 tháng đầu năm 2020, ông lớn ngành sữa ước tính đem về tổng doanh thu 45,277 tỷ đồng và lãi sau thuế 8,967 tỷ đồng, đều tăng 7% so cùng kỳ.**
- Chúng tôi đánh giá khả quan về việc VNM có thể hoàn thành vượt kế hoạch kinh doanh năm 2020 với **lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ là 11.081 tỷ đồng tương ứng mức EPS là 5.750VND/cp.**
- Sức khỏe tài chính của doanh nghiệp luôn trong ngưỡng an toàn khi **tỷ trọng tổng nợ trên tổng nguồn vốn chỉ chiếm trên 20%**.
- **Tỷ lệ cổ tức tiền mặt/lợi nhuận sau thuế của VNM được duy trì ở mức cao và ổn định** sau khi kết thúc giai đoạn mở rộng quy mô với các hoạt động đầu tư, góp vốn và thâu tóm các doanh nghiệp trong ngành thực phẩm.

Rủi ro:

Với việc còn phải phụ thuộc vào việc nhập khẩu sữa bột**, biến động giá nguyên vật liệu đầu vào sẽ ảnh hưởng trực tiếp tới kết quả kinh doanh** của VNM.

Khuyến nghị: Bằng phương pháp P/E , chúng tôi ước tính thị giá hợp lý của cổ phiếu VNM là 116.000 VNĐ/CP. Mức định giá này của chúng tôi cao hơn 8% so với thị giá hiện tại của VNM là 106.900 VNĐ/CP. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG cổ phiếu VNM cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn trong 6-12 tháng tới.

TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM

Giới thiệu chung

Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam (VNM) (mã cổ phiếu VNM niêm yết trên sàn HOSE) có tiền thân là Công ty Sữa- Cà Phê Miền Nam, được thành lập vào năm 1976. Công ty hoạt động chính trong lĩnh vực chế biến sản xuất, kinh doanh xuất nhập khẩu các sản phẩm sữa và các sản phẩm dinh dưỡng khác. VNM chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần từ năm 2003, là công ty sữa lớn nhất Việt Nam với thị phần là hơn 50% trong ngành sữa Việt Nam. Công ty đã phát triển hệ thống phân phối rộng khắp cả nước với 202 nhà phân phối bao phủ gần 251.000 điểm bán lẻ. Hiện có trên 3.250 siêu thị và cửa hàng tiện lợi trên toàn quốc bán các sản phẩm VNM. Sản phẩm của VNM được xuất khẩu trực tiếp đến 35 nước trên thế giới.

Lịch sử hình thành

- Năm 1976: Tiền thân của công ty là Công ty Sữa – Cà Phê Miền Nam, trực thuộc Tổng Cục thực phẩm được thành lập.
- Năm 1989: Nhà máy sữa bột Dielac đi vào hoạt động.
- Tháng 3/1992: Xí Nghiệp liên hiệp Sữa Cafe và Bánh kẹo I chính thức đổi tên thành Công ty Sữa Việt Nam.
- Tháng 11/2003: Công ty chuyển sang hình thức cổ phần, chính thức đổi tên là Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam.
- Tháng 04/2004: Mua nhà máy sữa Sài Gòn, tăng vốn điều lệ lên 1.590 tỷ đồng.
- Ngày 19/01/2006: Cổ phiếu của Vinamilk chính thức giao dịch trên sàn HOSE.
- Năm 2014: Góp 51% vốn thành lập Công ty AngkorMilk tại thị trường Campuchia và góp 100% vốn thành lập công ty con Vinamilk Europe Spostkaz Organiczona Odpowiedzialnoscia tại Ba Lan.

Các lĩnh vực hoạt động chính của doanh nghiệp

- Sản xuất và kinh doanh bánh, sữa đậu nành, nước giải khát, sữa hộp, sữa bột, bột dinh dưỡng và các sản phẩm từ sữa khác.
- Chăn nuôi bò sữa, cung cấp giống vật nuôi và kỹ thuật nuôi.

Cơ cấu cổ đông của công ty

Tên	Số lượng	Tỷ lệ
Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh Vốn Nhà nước	627,063,835	36.00%
F&N Dairy Investments Private Limited	308,127,383	17.69%
Platinum Victory Private Limited	184,880,461	10.62%
F&N Bev Manufacturing Pte. Ltd.	47,026,980	2.70%
Arisaig Asia Consumer Fund Limited	28,800,652	1.65%
Ngân hàng Deutsche Aktiengesellschaft	26,297,320	2.19%
Matthews Pacific Tiger Fund	25,995,440	1.49%

Nắm giữ của ban lãnh đạo và những người liên quan

Tên	Chức vụ	Số lượng	Tỷ lệ
Mai Kiều Liên	Tổng giám đốc	5,333,704	0.31%
Nguyễn Thị Thanh Hòa	Giám đốc điều hành chuỗi cung ứng	923,487	0.05%
Trần Minh Văn	Giám đốc điều hành sản xuất	739,364	0.04%
Mai Hoài Anh	Giám đốc điều hành Kinh doanh	427,093	0.02%
Lê Thành Liêm	Thành viên Hội đồng Quản trị/Giám đốc Tài chính/Kế toán trưởng	411,151	0.02%

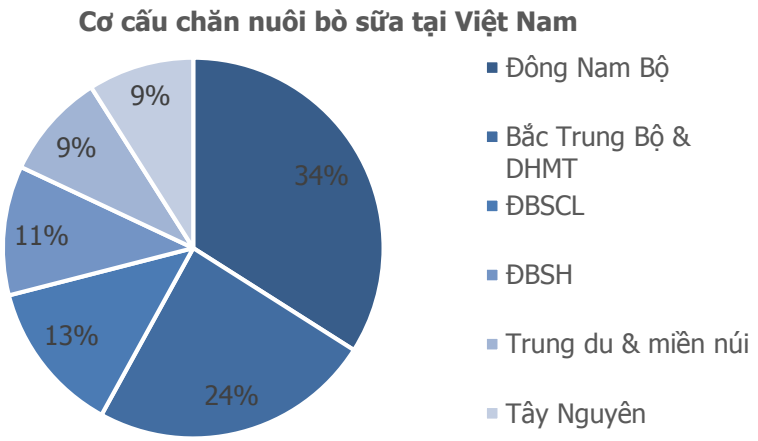
Mô hình hoạt động của công ty

VỊ THẾ SỐ MỘT CỦA VNM TRONG NGÀNH

VNM đang sở hữu vùng nguyên liệu sữa tươi lớn nhất cả nước

(Nguồn : Tổng cục chăn nuôi)

Trong giai đoạn 2010-2019, tốc độ tăng trưởng chăn nuôi bò sữa của Việt Nam đạt mức 10,7%/năm. Năm 2019, tổng đàn bò sữa của cả nước đạt 321.232 con, tăng 9,1% so với năm trước, cung ứng thị trường gần 1,03 triệu tấn sữa tươi nguyên liệu.



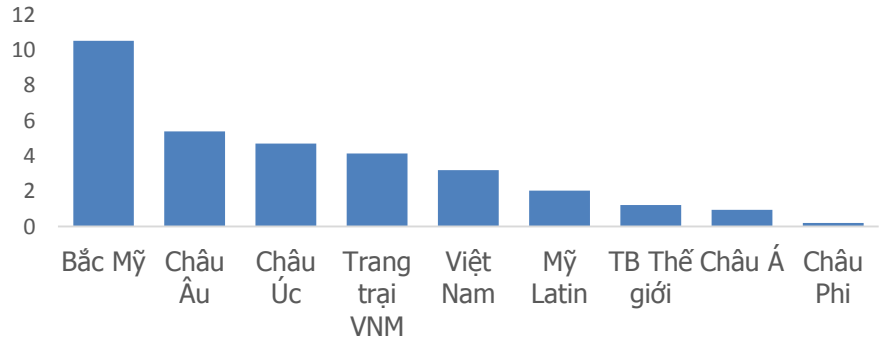
(Nguồn : Tổng cục chăn nuôi)

Bò sữa được chăn nuôi tại các khu vực có địa hình rộng, bằng phẳng phù hợp với việc chăn thả. Các địa phương có quy mô chăn nuôi bò sữa lớn là TP. Hồ Chí Minh, Nghệ An, Sơn La, Lâm Đồng…

(Nguồn : VNM)

Tới nay, VNM đã có 12 trang trại bò sữa trong nước, số bò thuộc trang trại của VNM đạt 30.000 con vào năm 2019 (+11,1% yoy). Cùng với đàn bò liên kết với các hộ nông dân (77% tỷ trọng đàn bò của VNM), tổng quy mô đàn bò của doanh nghiệp đạt 130.000 con, tương ứng với 40% đàn bò sữa cả nước. VNM trở thành doanh nghiệp sữa có quy mô vùng nguyên liệu sữa tươi lớn nhất tại Việt Nam.

Năng suất sữa bò trung bình năm 2019
(tấn sữa/bò/năm)

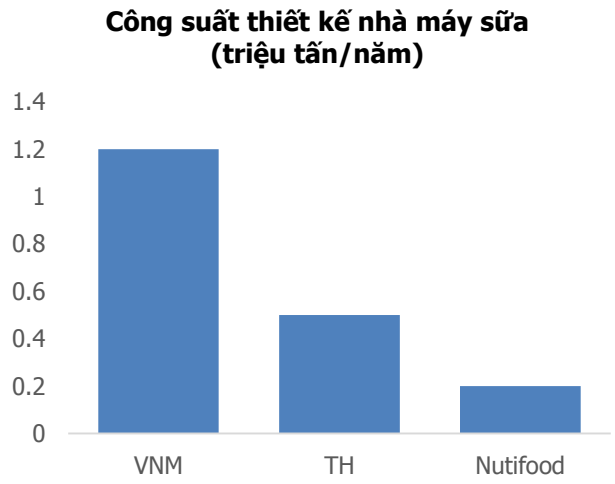


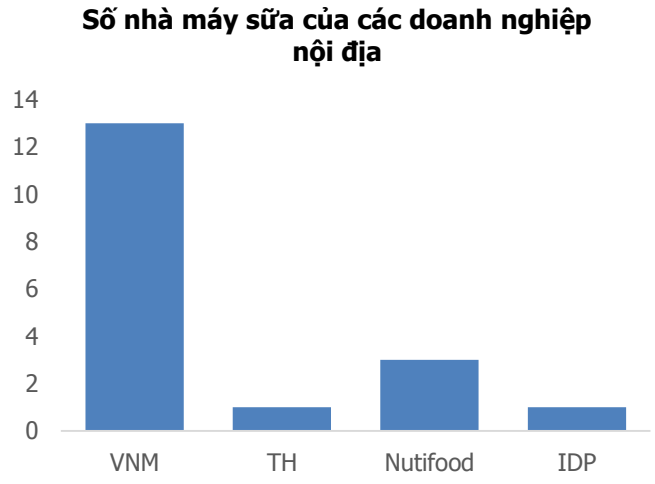
(Nguồn : Cục chăn nuôi, OECD, FAO)

Các trang trại bò sữa của VNM được chú trọng đầu tư từ nguồn giống bò, thức ăn chăn nuôi, kỹ thuật chăn nuôi nên có năng suất sữa cao. Năng suất sữa trung bình tại các trang trại của VNM đạt 4,14 tấn sữa/bò/năm trong năm 2019, cao hơn 29,1% so với năng suất trung bình của đàn bò sữa trong nước, chỉ thấp hơn các khu vực trọng điểm và có truyền thống lâu đời về chăn nuôi bò sữa như Bắc Mỹ, châu Âu và châu Úc.

Liên tục mở rộng các mặt hàng với quy mô sản xuất lớn

VNM hiện sở hữu danh mục sản phẩm gồm hơn 250 mặt hàng, phù hợp với đa dạng đối tượng tiêu dùng, thuộc 05 nhóm ngành chính là sữa nước, sữa bột, sữa chua, sữa đặc và các sản phẩm khác. So với các doanh nghiệp sữa nội địa, VNM sản xuất nhiều ngành hàng với đa dạng các loại sản phẩm, đủ năng lực cạnh tranh với các doanh nghiệp sữa đa quốc gia tại Việt Nam

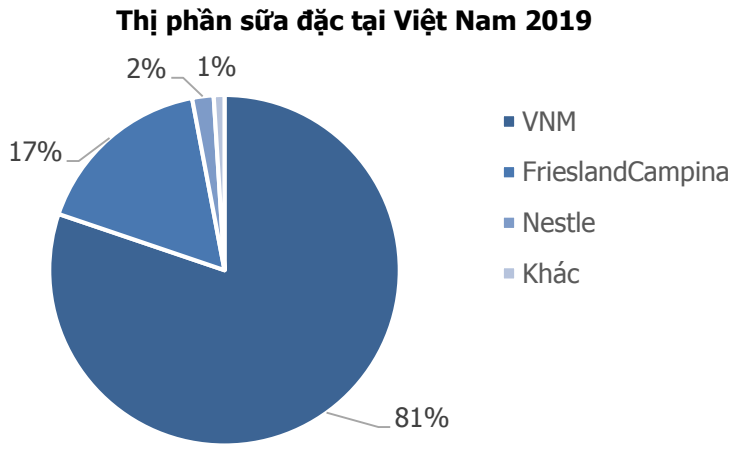




(Nguồn : VNCS tổng hợp)

Tại thị trường Việt Nam, VNM sở hữu 13 nhà máy sữa (NMS) với tổng công suất thiết kế đạt khoảng 1,2 triệu tấn sữa và các sản phẩm từ sữa mỗi năm, là doanh nghiệp sữa có quy mô lớn nhất Việt Nam. Trung bình các NMS của VNM đang hoạt động khoảng 70 - 75% công suất thiết kế. Các NMS của doanh nghiệp được đặt tại 11 tỉnh thành trên cả nước, thuận tiện cung ứng thành phẩm cho 03 miền Bắc, Trung, Nam và xuất khẩu.

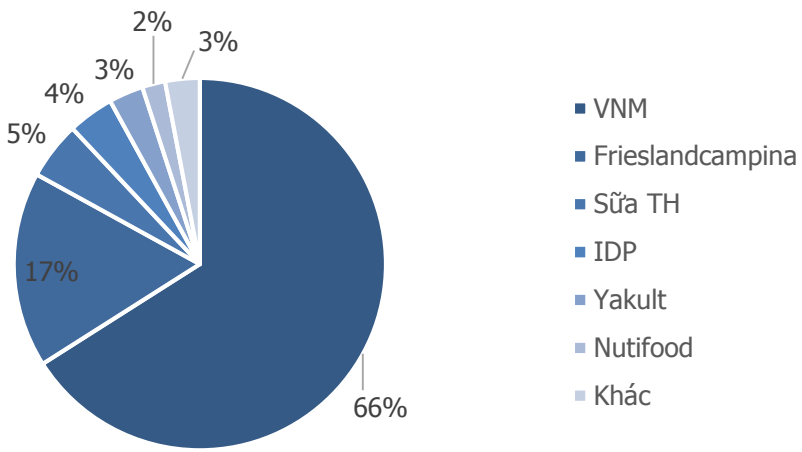
Thị phần sữa của VNM



(Nguồn : Euromonitor)

Xét về thị phần sữa đặc, hiện tại VNM đang chiếm hơn 80% thị phần thị trường Việt Nam với hai sản phẩm chính là sữa đặc "Ông Thọ" và "Ngôi sao Phương Nam", các đối thủ cạnh tranh của VNM chiếm tỷ trọng không đáng kể ở dòng sản phẩm này. Đây cũng là loại sản phẩm mà VNM xuất khẩu đến nhiều thị trường khác nhau như Trung Quốc, Campuchia, Myanmar,…

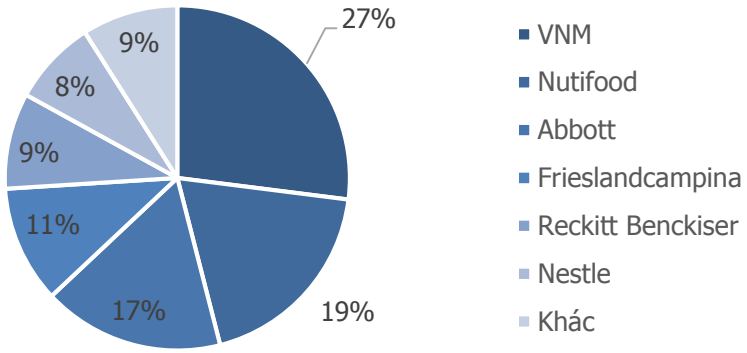
Thị phần sữa chua tại Việt Nam 2019



(Nguồn : Euromonitor)

Sữa chua là ngành hàng có tốc độ tăng trưởng cao nhất trong thị trường sữa và các sản phẩm từ sữa với mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ đạt +10%/năm giai đoạn 2014 – 2019. Đối với dòng sản phẩm này, VNM chiếm 66% thị phần vào năm 2019. Tuy nhiên, khác với mảng sữa đặc, dòng sản phẩm sữa chua của VNM vấp phải sự cạnh tranh gay gắt từ các đối thủ lớn FrieslandCampina và TH True Milk, đặc biệt là trong các phân khúc sữa chua uống và sữa chua nguyên chất.

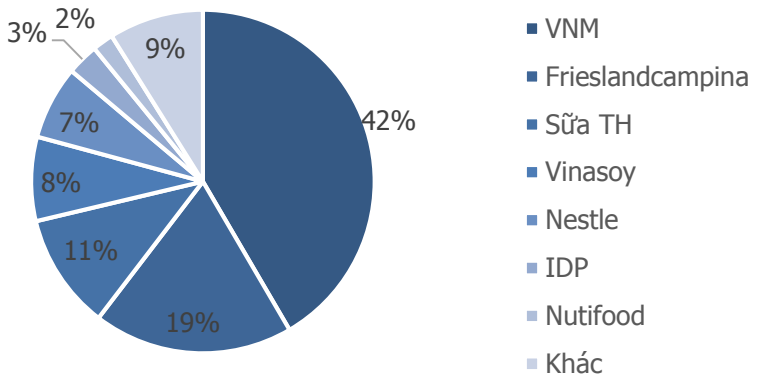
Thị phần sữa bột Việt Nam 2019



(Nguồn : Euromonitor)

Tính đến hết năm 2019, thị phần sữa bột của VNM vẫn đang dẫn đầu cả nước khi chiếm tới 27%. Tuy nhiên, đây là dòng sản phẩm vấp phải sự cạnh tranh gay gắt nhất của VNM khi các hãng sữa quốc tế thường có những sản phẩm mang tính chất lượng hơn. Để cạnh tranh với các doanh nghiệp sữa khác trên thị trường, VNM chú trọng phát triển sản phẩm ở tất cả các phân khúc (bình dân, trung cấp, cao cấp) và liên tục cho ra mắt các sản phẩm mới.

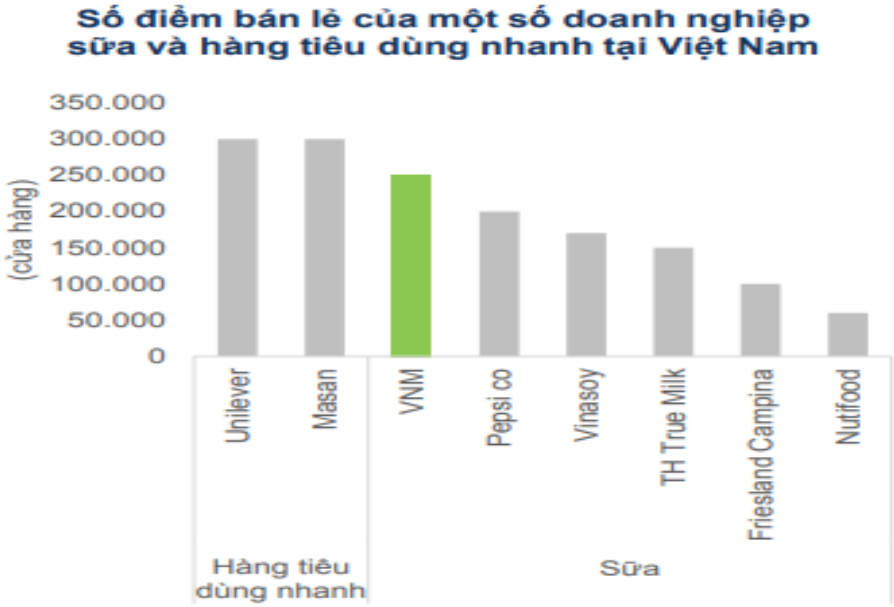
Thị phần sữa nước Việt Nam 2019



(Nguồn : Euromonitor)

Thị phần sữa nước của VNM được giữ ở mức ổn định dao động quanh mức 40%. Đây cũng là ngành hàng đóng góp chính vào cơ cấu doanh thu tại thị trường nội địa của VNM với gần 40% tỷ trọng doanh thu năm 2019. Các sản phẩm trong thị trường sữa nước rất đa dạng, bao gồm sữa động vật (sữa bò, sữa dê), sữa hạt (sữa đậu nành, sữa lúa mạch…), hay các thức uống từ sữa khác. Trong đó, sữa bò chiếm ưu thế với gần 60% sản lượng tiêu thụ sữa nước trên thị trường.

Tiếp tục đẩy mạnh các mặt hàng thông qua 3 kênh phân phối



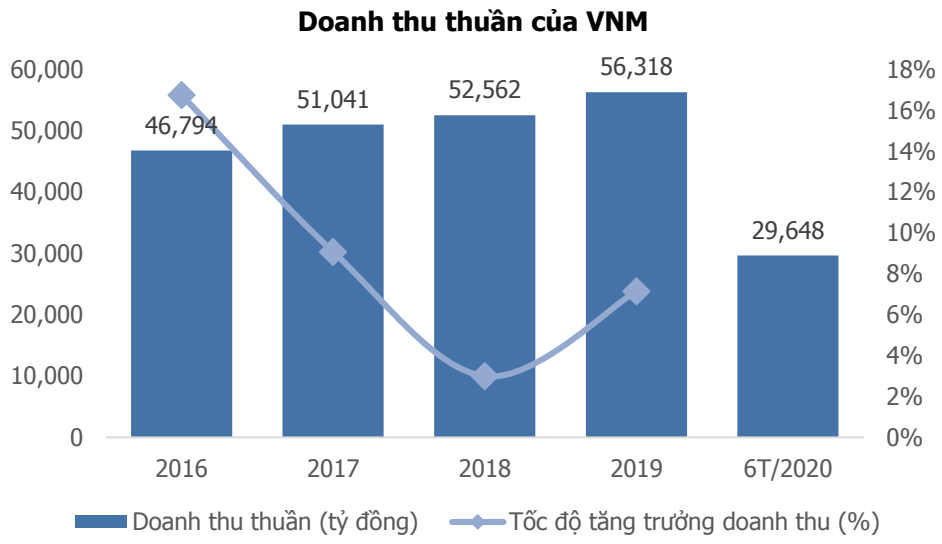
(Nguồn : VNCS tổng hợp)

► Kênh truyền thống: Do thị trường nông thôn đóng góp hơn 70% cơ cấu vào doanh thu nội địa của VNM, kênh truyền thống với các điểm bán lẻ rộng khắp cả nước là kênh chủ lực của doanh nghiệp.

► Kênh khách hàng chiến lược: Các khách hàng chính của VNM tại kênh này là các trường học (chương trình Sữa học đường, doanh thu ~1.000 tỷ đồng/năm, khoảng 2% cơ cấu doanh thu nội địa), nhà hàng, khách sạn, khu công nghiệp, hãng hàng không…

► Kênh hiện đại: Sản phẩm của VNM tại kênh bán hàng này được phân phối tại các cửa hàng chuyên doanh "Giấc mơ sữa việt" của VNM, cửa hàng tiện lợi, siêu thị, online và được triển khai chủ yếu tại khu vực thành thị.

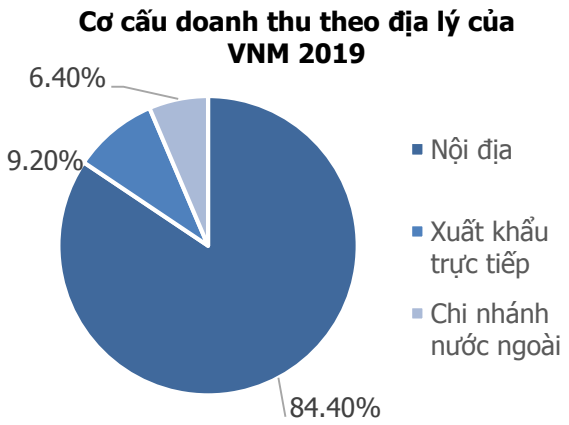
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH TÍCH CỰC CỦA VNM

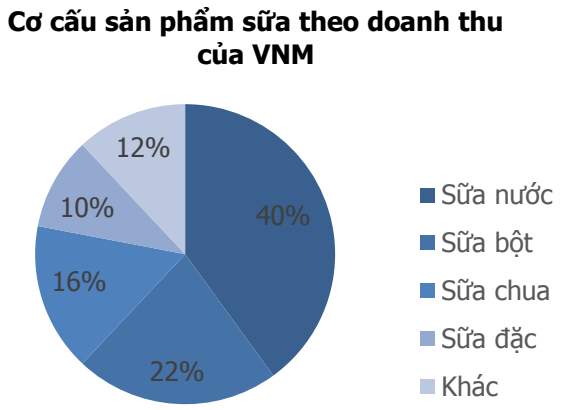


(Nguồn:VNM, VNCS tổng hợp)

Doanh thu của VNM liên tục tăng trưởng qua các năm, tốc độ tăng trưởng kép hàng năm đạt 9,9% tính trong giai đoạn 5 năm trở lại đây. Kết thúc năm 2019, doanh thu thuần của doanh nghiepj đạt 56.318 tỷ đồng, tăng trưởng 7,1% so với cùng kỳ năm 2018 và hoàn thành 100% kế hoạch kinh doanh năm.

Sữa nước vẫn là dòng sản phẩm mang lại doanh thu lớn nhất cho VNM theo sau là sữa bột, sữa chua và sữa đặc. Tiềm năng về thị trường sữa nước ở Việt Nam vẫn đang là rất lớn cùng với việc nhu cầu tiêu dùng ngày càng tăng cao, trong những năm tới với việc duy trì tốc độ tăng trưởng như hiện tại, doanh thu sữa nước của VNM được dự báo sẽ tiếp tục gia tăng một cách khả quan.



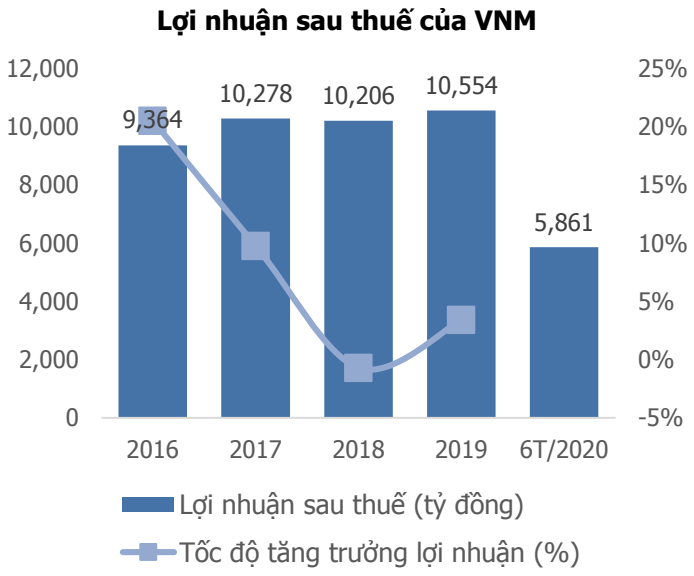


(Nguồn: VNCS tổng hợp)

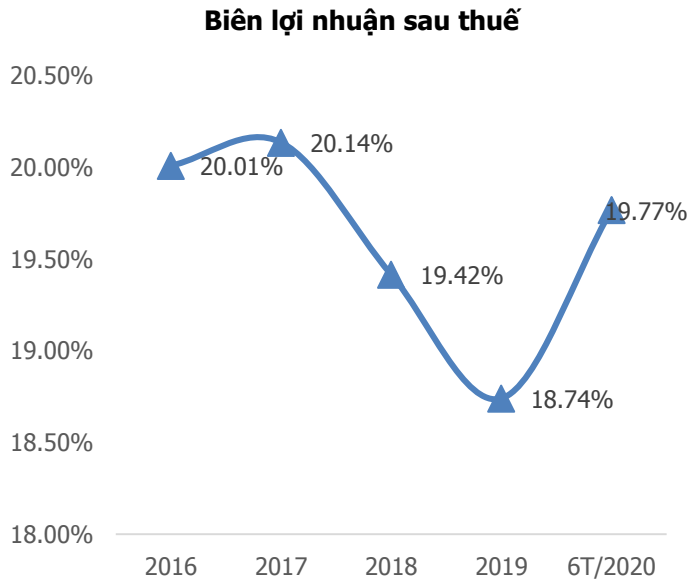
Xét về cơ cấu doanh thu theo địa lý, doanh thu từ thị trường nội địa vẫn chiếm tỷ trọng chủ yếu trong tổng doanh thu của doanh nghiệp. Cụ thể, kết thúc năm 2019, mảng kinh doanh nội địa đạt 47.555 tỷ đồng tăng trưởng 6,3% so với cùng kỳ.

So với mức tăng trưởng 2,7% trong năm 2018, mức tăng trưởng 6,3% trong năm 2019 chủ yếu đến từ:

- Tăng trưởng sản lượng dẫn dắt bởi một số dòng sản phẩm chủ lực với mức tăng trưởng hai chữ số. Bên cạnh đó, một số dòng sản phẩm cao cấp cũng ghi nhận mức tăng trưởng rất ấn tượng, cho thấy hướng đi phù hợp của Vinamilk trong chiến lược cao cấp hóa danh mục sản phẩm.
- Vinamilk là một trong những đơn vị tiên phong tham gia Chương trình Sữa Học Đường Quốc Gia. Tính đến cuối năm 2019, Vinamilk đã trúng thầu theo hình thức đấu thầu công khai tại 21 tỉnh, thành phố trên cả nước, triển khai thực hiện Chương trình Sữa Học Đường.



(Nguồn: VNM, VNCS tổng hợp)



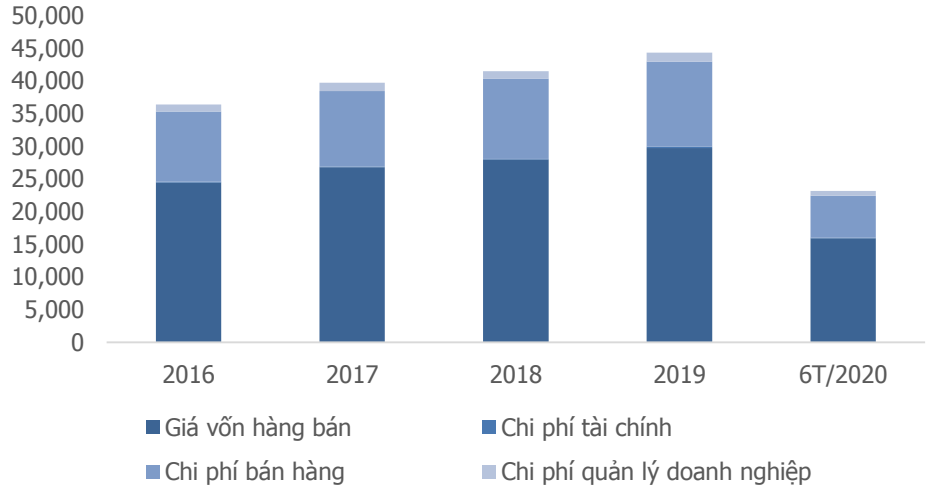
(Nguồn: VNM, VNCS tổng hợp)

Lợi nhuận doanh nghiệp có sự biến động qua các năm. Mặc dù giữ được mức tăng trưởng dương, tuy nhiên tốc độ tăng trưởng không còn cao như các năm trước. Riêng trong năm 2018, do vấp phải sự cạnh tranh gay gắt từ thị trường cùng việc chi phí giá vốn biến động khiến lợi nhuận của doanh nghiệp gần như đi ngang. Kết thúc năm 2019, lợi nhuận của doanh nghiệp đạt 10.554 tỷ đồng, tăng trưởng 3,4% so với cùng kỳ.

Biên lợi nhuận ròng tại thời điểm cuối năm 2019 chỉ đạt 18,7%, do một số ưu đãi thuế đã hết hiệu lực khiến thuế thu nhập của doanh nghiệp tăng so với cùng kỳ.

Chi phí sản xuất kinh doanh

Chi phí sản xuất kinh doanh của VNM (tỷ đồng)

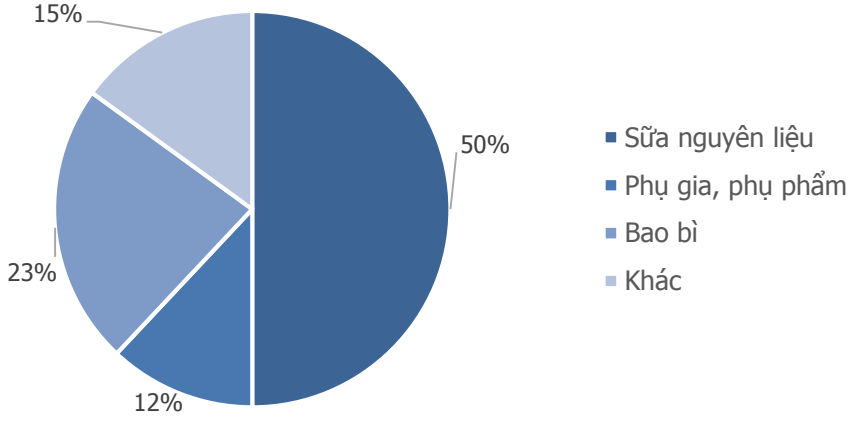


(Nguồn: VNM, VNCS tổng hợp)

Chi phí giá vốn hàng bán chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng chi phí của công ty (trên 60% tổng chi phí của doanh nghiệp), chi phí bán hàng là chi phí chiếm tỷ lệ lớn thứ hai trong cơ cấu chi phí của doanh nghiệp, các chi phí còn lại chiếm tỷ trọng nhỏ. Kết thúc năm 2019, các chi phí của VNM đều tăng nhẹ so với cùng kỳ, tuy nhiên chúng tôi đánh giá doanh nghiệp vẫn đang kiểm soát tốt các loại chi phí sản xuất khi không có bất kỳ chi phí nào bị đột biến qua các năm.

Rủi ro từ biến động giá nguyên vật liệu đầu vào

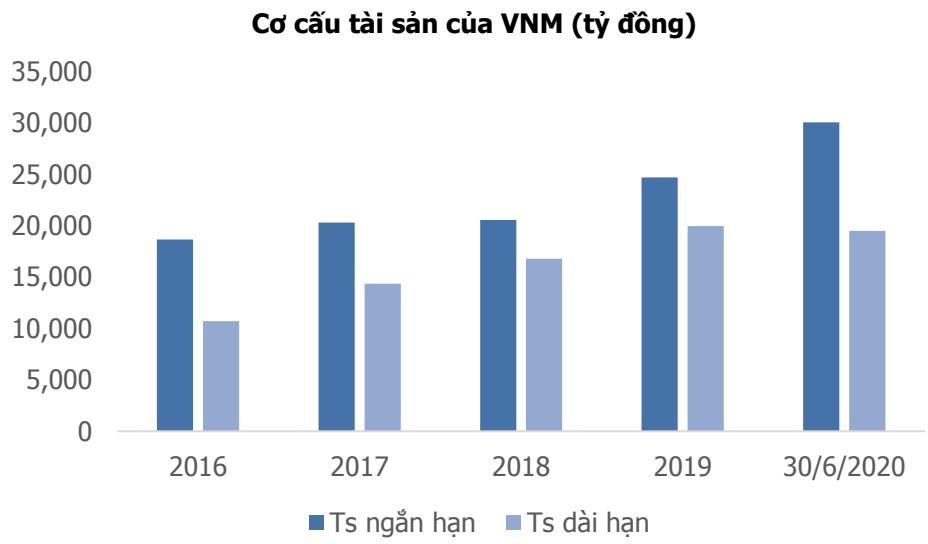
Cơ cấu chi phí sản xuất trung bình của VNM



(Nguồn: VNM, VNCS tổng hợp)

Năm 2019, VNM sản xuất khoảng 0,87 triệu tấn sữa (+6,3% yoy). Trong khi đó, nguồn sữa tươi nguyên liệu trong nước của VNM đạt gần 0,32 triệu tấn, đáp ứng ~37% năng lực sản xuất của doanh nghiệp. Sữa nguyên liệu chiếm khoảng 50% chi phí sản xuất các sản phẩm của VNM. Với khoảng 60% nguyên liệu là sữa bột nhập khẩu, tỷ suất lợi nhuận của VNM chịu tác động lớn từ biến động giá sữa bột thế giới.

Sức khỏe tài chính an toàn của doanh nghiệp



(Nguồn: VNM, VNCS tổng hợp)

Vốn bằng tiền : Từ kết quả và hiệu quả sản xuất kinh doanh khả quan liên tục trong nhiều năm, VNM đã duy trì được mức giá trị vốn bằng tiền ở mức cao, đồng thời quản lý dòng tiền có hiệu quả, linh hoạt và an toàn, đảm bảo đáp ứng đầy đủ nhu cầu vốn cho sản xuất kinh doanh cũng như các dự đầu tư theo kế hoạch.

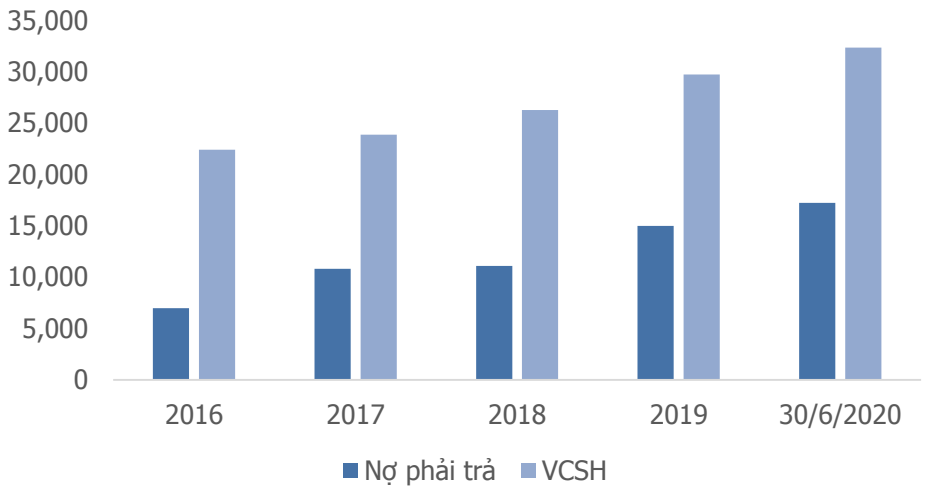
Nợ phải thu khách hàng của VNM: Chiếm 14% tổng tài sản ngắn hạn. Trong năm, không phát sinh thêm các khoản nợ khó đòi trọng yếu, tiếp tục duy trì chính sách quản lý nợ phải thu, chính sách tín dụng khách hàng theo hướng tạo điều kiện để khách hàng mở rộng quy mô kinh doanh và an toàn.

Hàng tồn kho: Chiếm 20% tài sản ngắn hạn. Chỉ số vòng quay hàng tồn kho được giữ ở mức ổn định 5,6 lần (2018: 5,4 lần). Năm 2019, không phát sinh mới hàng tồn kho chậm lưu. Chính sách quản lý hàng tồn kho được duy trì.

Nợ phải trả người bán ngắn hạn: Chiếm 8,2% tổng nguồn vốn. Vòng quay nợ phải trả ở mức 7,6 lần (2018: 7,4 lần). Công ty duy trì chính sách thanh toán với nhà cung cấp hợp lý và chặt chẽ, phù hợp với tình hình hoạt động của Công ty.

Tài sản cố định hữu hình tăng 5,3%, từ 13.048 tỷ đồng lên 13.744 tỷ đồng. Công ty đang duy trì chính sách quản lý tài sản dài hạn và đầu tư mới được thiết lập để đảm bảo việc quản lý tài sản đạt hiệu quả cao, phù hợp với sự tăng trưởng trong tương lai, không để xảy ra lãng phí và thất thoát tài sản.

Cơ cấu nguồn vốn của VNM (tỷ đồng)



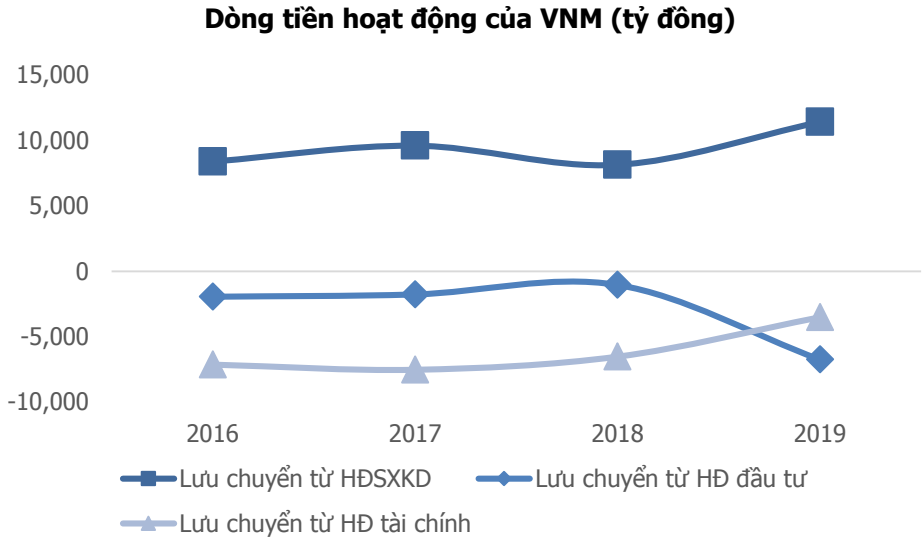
(Nguồn: VNM, VNCS tổng hợp)

Năm 2019, tổng nợ vay của VNM đạt gần 5.475 tỷ đồng, tăng 3,2 lần so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, nợ ngắn hạn chiếm chủ yếu với khoảng 98% cơ cấu nợ vay. Quý 1/2020, tỷ trọng nợ vay/tổng tài sản của VNM ở mức cao nhất trong 10 năm (14%), nhưng vẫn khá thấp so với một số doanh nghiệp đồ uống niêm yết trong nước.

Vay nợ ròng của VNM trong năm 2019 tăng thêm 4,194 tỷ đồng, chủ yếu phục vụ cho đầu tư vào các dự án sau:

- Thâu tóm GTNfoods: 3.447 tỷ đồng;
- Tăng vốn đầu tư vào NMS Driftwood (Mỹ): 233 tỷ đồng;
- Tăng vốn đầu tư vào CTCP Lào – Jargo: 335 tỷ đồng.

Dòng tiền hoạt động



(Nguồn: VNM, VNCS tổng hợp)

Dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh luôn dương và có sự tăng trưởng tích cực qua các năm. Điều này phản ánh tình hình kinh doanh khả quan của doanh nghiệp. Dòng tiền từ hoạt động đầu tư có sự biến động qua các năm, trong giai đoạn 2016-2019, dòng tiền giảm xuống mức âm thấp nhất vào năm 2019. Nguyên nhân là do doanh nghiệp đầu tư vào công ty GTNs. Dòng tiền từ hoạt động tài chính được dùng chủ yếu cho việc chi trả cổ tức. Vì vậy tuy dòng tiền tài chính luôn âm nhưng vẫn phản ánh được khả năng tài chính khả quan và tích cực của doanh nghiệp.

CẬP NHẬT KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Với năm 2020, VNM ty đặt ra kế hoạch kinh doanh khá thận trọng như sau:

- Doanh thu : 59.600 tỷ đồng tăng 5,7% so với năm 2019.
- Lợi nhuận sau thuế : 10.690 tỷ đồng, tăng 1% so với năm 2019.

Cập nhật hoạt động kinh doanh mới nhất, lũy kế 6 tháng đầu năm 2020, VNM đạt được KQKD như sau:

- Doanh thu thuần: 29.648 tỷ đồng, tăng 6,7% so với cùng kỳ 2019 và hoàn thành 50% kế hoạch kinh doanh năm.
- Lợi nhuận sau thuế : 5.861 tỷ đồng, tăng 2,8% so với cùng kỳ năm 2019 và hoàn thành 55% kế hoạch kinh doanh năm.

Từ kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2020 cũng như việc đặt kế hoạch kinh doanh thận trọng cho cả năm 2019, chúng tôi đánh giá VNM có thể hoàn thành vượt kế hoạch kinh doanh năm với lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ là 11.081 tỷ đồng, tương đương với mức EPS là 5.750 VND/cp.

Định giá

Một số chỉ tiêu so sánh các doanh nghiệp trong ngành thực phẩm- đồ uống

	Số CP lưu hành	BV 07/10	EPS	P/E	P/B	ROE	Nợ/VCSH	KL TB 3 tháng	GTTB 3 tháng
SAB	641.281.186	28.760	6.642	28,60	6,61	22,05%	0,33	205.954	38.107.355.681
MSN	1.169.727.242	19.750	3.243	19,09	3,13	8,76%	2,36	1.690.435	92.349.234.929
BHN	231.800.000	20.119	1.634	44,99	3,65	7,31%	0,45	8.305	462.155.646
QNS	357.682.555	17.204	3.345	10,24	1,99	19,25%	0,42	698.053	21.896.162.428
TAC	33.876.148	19.522	4.602	8,60	2,03	23,40%	1,51	54.913	2.711.204.577
VNM	2.089.668.010	14.421	5.134	21,04	7,49	35,12%	0,53	1.622.851	189.756.950.490
P/E				22,09					

Khuyến nghị

Bằng cách định giá doanh nghiệp sử dụng phương pháp P/E, chúng tôi ước tính trị giá hợp lý của cổ phiếu VNM là 116.000 VNĐ/CP tương ứng với P/E trung bình so với các doanh nghiệp cùng ngành là 20. Mức giá khuyến nghị của chúng tôi cao hơn 8% so với giá trị hiện tại. Do vậy chúng tôi khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG với cổ phiếu VNM cho mục tiêu đầu tư trung- dài hạn trong 6-12 tháng tới.

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH CTCP Sữa Việt Nam - VNM

Bảng Kết quả hoạt động kinh doanh (Đ.V: tỷ đồng)

	2016	2017	2018	2019
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	**46,794**	**51,041**	**52,562**	**56,318**
Giá vốn hàng bán	24,459	26,807	27,951	29,746
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	**22,336**	**24,234**	**24,611**	**26,572**
Doanh thu hoạt động tài chính	723	816	760	807
Chi phí tài chính	102	87	118	187
Chi phí bán hàng	10,759	11,537	12,266	12,993
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1,053	1,268	1,133	1,396
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	**11,160**	**12,226**	**11,877**	**12,797**
Lợi nhuận khác	77	3	175	-1
Phần lợi nhuận/lỗ từ công ty liên kết liên doanh				
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	**11,238**	**12,229**	**12,052**	**12,796**
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	**9,364**	**10,278**	**10,206**	**10,554**
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông Công ty mẹ	**9,350**	**10,296**	**10,227**	**10,581**

Bảng Cân đối kế toán (Đ.V: tỷ đồng)

	2016	2017	2018	2019
Tài sản ngắn hạn	**18,674**	**20,307**	**20,560**	**24,722**
Tiền và các khoản tương đương tiền	655	963	1,523	2,665
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	10,454	10,562	8,674	12,436
Các khoản phải thu ngắn hạn	2,867	4,592	4,639	4,503
Hàng tồn kho	4,522	4,021	5,526	4,983
Tài sản ngắn hạn khác	176	170	198	134
Tài sản dài hạn	**10,705**	**14,360**	**16,806**	**19,978**
Tài sản cố định	8,321	10,609	13,365	14,894
Bất động sản đầu tư	137	95	90	62
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	614	555	1,069	987
Tổng cộng tài sản	**29,379**	**34,667**	**37,366**	**44,700**
Nợ phải trả	**6,973**	**10,794**	**11,095**	**14,969**
Nợ ngắn hạn	6,457	10,196	10,640	14,443
Nợ dài hạn	515	599	455	526
Vốn chủ sở hữu	**22,406**	**23,873**	**26,271**	**29,731**
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	14,515	14,515	17,417	17,417
Thặng dư vốn cổ phần	261	261		
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	5,592	5,737	7,155	7,875
Lợi ích của cổ đông thiểu số				
Tổng cộng nguồn vốn	**29,379**	**34,667**	**37,366**	**44,700**

Một số chỉ tiêu tài chính cơ bản

	Đơn vị	2017	2018	2019	TTM Q2/2020
Chỉ số trên mỗi cổ phiếu					
Số CP Lưu hành	Triệu CP	1,451.45	1,741.69	1,741.69	1,741.38
Số cổ phiếu lưu hành bình quân	Triệu CP	1,451.45	1,741.69	1,741.69	1,741.39
Giá trị sổ sách/CP	VNĐ	16,105.00	14,802.00	15,792.00	17,306.00
Doanh số/CP	VNĐ	35,165.00	30,179.00	32,335.00	33,409.00
Giá trị sổ sách hữu hình/một cổ phiếu	VNĐ	16,228.00	14,902.00	16,410.00	17,933.00
Giá trị dòng tiền tạo ra/một cổ phiếu (CF)	VNĐ	6,615.00	4,674.00	6,551.00	6,603.00
EPS cơ bản	VNĐ	7,093.00	5,294.00	5,477.00	6,161.00
Hệ số beta		0.00	0.00	0.20	0.65
Tiềm lực tài chính					
Tỷ suất thanh toán tiền mặt		0.14	0.18	0.18	0.13
Tỷ suất thanh toán nhanh		0.59	0.62	0.50	1.46
Tỷ suất thanh toán hiện thời		1.99	1.93	1.71	1.80
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH		0.01	0.01	0.00	0.01
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản		0.01	0.01	0.00	0.00
Vốn vay ngắn dài hạn/Vốn CSH		0.02	0.05	0.18	0.20
Vốn vay ngắn dài hạn/Tổng Tài sản		0.02	0.03	0.12	0.13
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH		0.43	0.40	0.49	0.52
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản		0.29	0.28	0.32	0.34
Tổng công nợ/Vốn CSH		0.45	0.42	0.50	0.53
Tổng công nợ/Tổng Tài sản		0.31	0.30	0.33	0.35
Tài chính hiện nay					
EBIT	Tỷ VNĐ	11,430.00	11,212.17	12,182.46	12,203.25
EBITDA	Tỷ VNĐ	12,729.88	12,838.80	14,130.53	14,312.54
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	47.48%	46.82%	47.18%	46.66%
Tỷ suất EBITDA	%	24.94%	24.43%	25.09%	24.60%
Tỷ suất EBIT	%	22.39%	21.33%	21.63%	20.98%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế %	%	23.96%	22.93%	22.72%	22.30%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	%	23.95%	22.60%	22.72%	22.39%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	%	20.14%	19.42%	18.74%	18.42%
Hệ số quay vòng tài sản		1.59	1.46	1.37	1.29
Hệ số quay vòng vốn CSH		2.21	2.10	2.01	1.90
M-Score		-1.77	-2.31	-2.52	0.00
Z-Score		19.97	14.29	10.81	0.00
Hiệu quả quản lý					
ROE%	%	44.49%	40.79%	37.79%	35.12%
ROCE%	%	48.24%	43.80%	42.76%	39.33%
ROA%	%	32.15%	28.40%	25.79%	23.78%

ROIC%	%	46.81%	40.70%	34.60%	-1.32%
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng		17.40	14.82	16.27	14.62
Thời gian trung bình thu tiền khách hàng	Ngày	21.00	25.00	22.00	25.00
Hệ số quay vòng HTK		6.25	5.84	5.65	5.79
Thời gian trung bình xử lý HTK	Ngày	58.00	63.00	65.00	63.00
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp		8.21	7.03	7.79	8.60
Thời gian trung bình thanh toán cho nhà cung cấp	Ngày	44.00	52.00	47.00	42.00
Doanh số tính trên đầu người	Triệu VNĐ	5,206.68	5,361.82	5,744.99	5,934.73
Lợi nhuận thuần tính trên đầu người	Triệu VNĐ	1,048.47	1,041.07	1,076.64	1,092.99
Cổ tức					
Tỷ suất cổ tức	%	4.37%	3.93%	3.93%	2.62%
Hệ số thanh toán cổ tức		0.70	0.85	0.82	0.32

LIÊN HỆ TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI: csi.research@vncsi.com.vn

Người thực hiện: VŨ THÙY DƯƠNG

Chuyên viên phân tích

Email: duongvt@vncsi.com.vn

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI

Đỗ Bảo Ngọc

Phó Tổng giám đốc & Giám đốc trung tâm nghiên cứu

Email: ngocdb@vncsi.com.vn

Bộ phận Phân tích Kinh tế Vĩ mô và Thị trường Chứng khoán

Lưu Chí Kháng

Phó Phòng Phân tích Kinh tế Vĩ mô và Thị trường Chứng khoán

Email: khanglc@vncsi.com.vn

Đỗ Thị Hường

Chuyên viên bộ phận Kinh tế Vĩ mô và Thị trường Chứng khoán

Email: huongdt@vncsi.com.vn

Bộ phận Phân tích Ngành và Doanh nghiệp

Trần Vũ Phương Liên

Chuyên viên phân tích

Email: lientvp@vncsi.com.vn

Vũ Thùy Dương

Chuyên viên phân tích

Email: duongvt@vncsi.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của CTCP Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI) được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá,

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CSI không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của CSI, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CSI.

TRỤ SỞ CSI

Tầng 11 Tòa Nhà Diamond Flower, số 48 Lê Văn Lương, Phường Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội
ĐT: + 84 24 3926 0099 Webiste: https://www.vncsi.com.vn