

VNM-NẮM GIỮ

THÔNG TIN CỔ PHIẾU (ngày 10/08/2021)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	87.700
Vốn hoá (tỷ đồng)	183.289
KLGD bình quân	2.879.460
% sở hữu nước ngoài	55,03%
Giá mục tiêu	88.100

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Thu Hằng
ntthang-hcm@vcbs.com.vn
+84-38200 751(ext 640)

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg
Page:<VCBS><go>

VNM: GIÁ NGUYÊN LIỆU CAO GÂY ÁP LỰC GIẢM BIÊN LỢI NHUẬN GỘP

KQKD 1H.2021:

VNM: Lũy kế 6T.2021, DTT đạt 28.906 tỷ đồng (-2,5% yoy, hoàn thành 47% KH năm) và LNST CT mẹ đạt 5.411 tỷ đồng (-7,7% yoy, hoàn thành 48% KH năm). Biên lợi nhuận gộp chung giảm 2,7 điểm phần trăm đạt 43,6% chủ yếu do chi phí nguyên liệu sữa bột tăng cao.

Năm 2021: Chúng tôi thận trọng cho rằng KQKD của năm 2021 tăng trưởng giảm 0,7 % yoy đạt 59.246 tỷ đồng (giảm 5,0% so với dự phóng cũ) và LNST CT mẹ ước tính đạt 9.951 tỷ đồng, giảm 11,2 % yoy. Nguyên nhân do thị trường nội địa sức mua giảm do ảnh hưởng bởi dịch Covid 19 và gánh nặng tăng giá nguyên liệu tiếp tục gây áp lực giảm biên gộp. Mặc dù thị trường xuất khẩu tuy có tăng trưởng tốt về DT song khó có thể bù đắp biên lợi nhuận giảm do sự tăng giá của nguyên vật liệu và rủi ro của dịch Covid bùng phát.

Rủi ro: nguyên vật liệu đầu vào tăng cao

Giá sữa nguyên liệu đầu vào là sữa nguyên kem (WMP) và sữa tách béo (SMP) tăng mạnh. Ước tính giá SMP và WMP đã tăng hơn 20-30% so với bình quân năm 2020.

Giá đường cũng trong xu hướng tăng, ước tính trong 6 tháng đầu năm giá đường tăng trên 30% so với giá bình quân năm ngoái.

Khuyến nghị: Năm 2021 là một năm khá thách thức cho VNM trong việc hoàn thành kế hoạch đặt ra đầu năm là tăng trưởng DT 4,2% và LNST tương đương năm ngoái. Trong 4 năm trở lại đây tốc độ tăng trưởng kép của VNM đã giảm còn 4,0% so với giai đoạn 10 năm trước đạt 14,2%. Với triển vọng đầu tư kém hấp dẫn trong năm 2021 do tác động bởi dịch và xu hướng tăng giá nguyên liệu chúng tôi tiếp tục khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với VNM với giá mục tiêu đạt **88.100** đồng/cp tương ứng với PE 18,5x.

KQKD 1H.2021

Q2.2021:

KQKD hợp nhất Q2.2021: DTT tăng trưởng nhẹ 1,4% yoy đạt 15.716 tỷ đồng, trong đó nội địa chỉ tăng nhẹ 0,8% yoy và mảng nước ngoài tăng trưởng cao 17,2% yoy. Thị phần giảm 0,1% so với thời điểm cuối năm 2020. Trong Q2 VNM đã tăng giá bình quân 2% yoy.

	DTT					Biên LNG		
	Q2.21	Q2.20	YoY	1H.21	YoY	Q2.21	Q2.20	2020
Nội địa	13,251	13,364	-0.8%	24,430	-4.0%	43.3%	45.6%	47.2%
GTN	791	735	7.6%	1,413	3.2%	28.7%	26.5%	29.1%
XK trực tiếp	1,606	1,370	17.2%	2,772	13.1%	58.4%	60.4%	60.9%
CN nước ngoài (Driftwood, Angkor)	859	761	12.8%	1,705	-2.1%	20.3%	28.4%	24.2%
Tổng	15,716	15,495	1.4%	28,906	-2.5%	43.6%	46.1%	46.4%

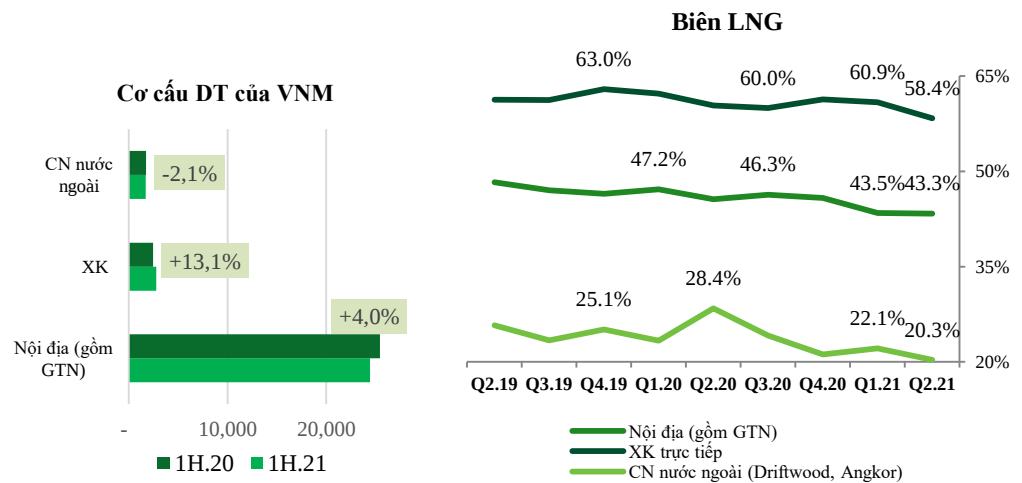
Nguồn: VNM, VCBS tổng hợp

- **Mảng kinh doanh nội địa (gồm GTN):** DTT giảm nhẹ 0,8% yoy đạt và biên lợi nhuận gộp giảm còn 43,3% so với mức 45,6% của cùng kỳ năm ngoái. Việc thực hiện giãn cách xã hội từ tháng 5 đã ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ. Làn sóng Covid thứ tư tác động mạnh hơn đến tiêu thụ nội địa do mức độ lây nhiễm và thực hiện nghiêm giãn cách theo chỉ thị 15, 16 của Chính phủ và thu nhập của người tiêu dùng bị ảnh hưởng dẫn tới sức mua giảm.

Trong đó: GTN ghi nhận sự cải thiện, tăng trưởng 7,6% nhờ vào sữa Mộc Châu (hợp nhất BCTC GTN) và đặc biệt biên gộp cải thiện tăng 2,5 điểm %, đạt 32,1%. Mộc Châu có thị trường mục tiêu tại miền Bắc nên chưa bị ảnh hưởng nhiều bởi giãn cách xã hội. Ngoài ra, MCM còn tận dụng được kênh phân phối của Vinamilk nhằm thúc doanh số nhanh chóng.

- **Mảng xuất khẩu trực tiếp (~80% Iraq):** tăng trưởng 17,2% yoy đạt 1.606 tỷ đồng. Trong Q2.21 dịch Covid tại Iraq vẫn chưa bùng phát mạnh mẽ nhưng đến nay Iraq đang đối diện với làn sóng thứ 3 của Covid trong khi tỷ lệ dân số chích ít nhất 1 liều vacxin là 5,8%.
- **CN nước ngoài (Driftwood, Angkor):** DT phục hồi cao do mức nền thấp của năm ngoái, tuy nhiên mới chỉ đạt 96% DT so với mức trước dịch (Q2.19). DT nước ngoài phục hồi nhờ vào việc thực hiện mở cửa lại các trường học sau khi chương trình tiêm vacxin mở rộng tại Mỹ được thực hiện. Cụ thể, DT Driftwood tăng trưởng cao khoảng 20% yoy khi trường học hoạt động trở lại tại Mỹ. AngkorMilk duy trì tăng nhẹ 3% yoy do mức độ ảnh hưởng bởi dịch Covid 19 còn thấp.

Nhìn chung, biên LNG thu hẹp 2,5 điểm %, đạt 43,6% chủ yếu do giá nguyên liệu sữa tăng so với cùng kỳ năm ngoái. Ngoài ra, tại các thị trường nội địa và xuất khẩu biên gộp đều giảm, riêng GTN biên gộp tăng nhưng do chiếm tỷ trọng thấp trong cơ cấu DT (5%) nên KQKD không ảnh hưởng nhiều.



Nguồn: VNM, VCBS tổng hợp

CP BH & QLDN giảm chiếm tỷ trọng 22,7%/DTT so với mức 24,2% cùng kỳ năm ngoái. Chủ yếu do chi phí khuyến mãi, marketing giảm do dịch bùng phát đợt 4.

1H.2021:

Lũy kế 6T.2021, DTT đạt 28.906 tỷ đồng (-2,5% yoy, hoàn thành 47% KH năm) và LNST CT mẹ đạt 5.411 tỷ đồng (-7,7% yoy, hoàn thành 48% KH năm).

Mãng kinh doanh nội địa (gồm GTN): DTT giảm 4,0% yoy đạt 24.430 tỷ đồng.

Mãng xuất khẩu trực tiếp: DTT tăng 13,1% yoy đạt 2.772 tỷ đồng.

CN nước ngoài (Driftwood, Angkor): DTT giảm 2,1% đạt 1.705 tỷ đồng do việc đóng cửa các trường học tại thị trường Mỹ trong Q1.2021.

CP BH giảm 5,8% yoy do chi phí marketing giảm, CP QLDN tăng 4,1% yoy. Tỷ trọng CP BH & QLDN chiếm tỷ trọng 22,6%/DTT. (1H.2020: 24,1%)

Biên lợi nhuận gộp chung giảm 2,7 điểm phần trăm đạt 43,6% chủ yếu do chi phí nguyên liệu sữa bột tăng cao.

MỘT SỐ THÔNG TIN KHÁC

Tiến độ sáp nhập giữa GTN và VLC: VNM đã nộp hồ sơ trong tháng 6 và hiện đang bổ sung thêm hồ sơ theo yêu cầu của UBCK.

Vibev: dự kiến sản phẩm liên doanh với Kido sẽ được ra mắt vào Q3.2021.

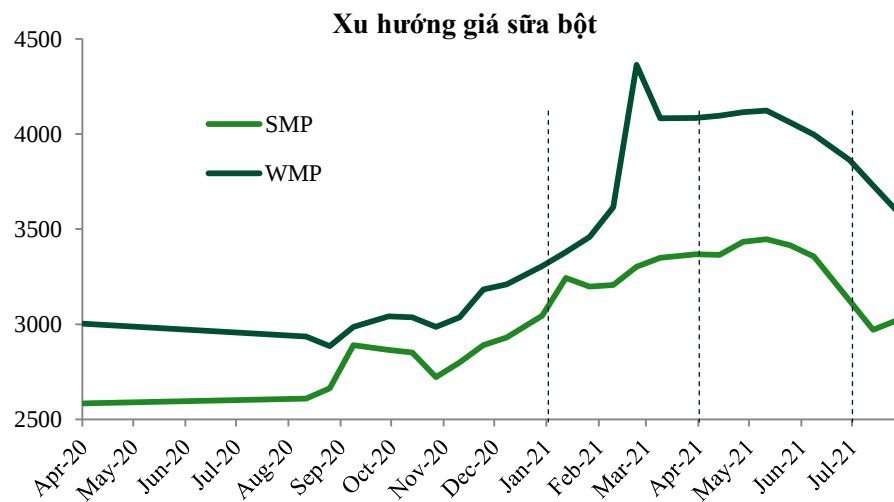
Liên doanh Phillipine: sẽ đi vào hoạt động vào Q4.21 và sẽ đóng góp chung vào kết quả của công ty từ 2022.

Doanh thu tháng 7/2021: theo VNM tháng 7 DT đã tăng trưởng lại 6% yoy, trong đó chủ yếu từ thị trường nội địa, thị trường XK tăng trưởng thấp hơn.

Sửa nguyên liệu tăng giá:

- Giá sữa nguyên liệu:** hiện tại VNM đã chốt sửa bột nguyên liệu cho đến hết năm 2021. Theo BCTC thì VNM đã gia tăng trữ nguyên vật liệu liên tục trong Q1(tăng 10% ytd) và Q2 (tăng 39% so với thời điểm Q1). Có thể VNM đã chốt giá NVL sữa chủ yếu trong Q2 khi giá sữa bột đã tăng 5-10% so với Q1.21. Như vậy, chúng tôi cho

rằng giá sữa tăng trong Q2.21 sẽ gây áp lực giảm biên lợi nhuận trong Q3.21. Theo Global Trade Dairy giá sữa bột nguyên kem và giá sữa bột gầy đã tăng mạnh trong tháng 4 tháng 5 và bắt đầu giảm mạnh trong tháng 6-7. Như vậy, nhiều khả năng sang tới 2022 mức giảm giá của nguyên liệu sữa mới phản ánh vào biên lợi nhuận gộp của VNM.



Nguồn: Global Dairy Trade, Vcbs tổng hợp

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

NĂM GIỮ

Chúng tôi thận trọng cho rằng KQKD của năm 2021 tăng trưởng giảm 0,7 % yoy đạt 59.246 tỷ đồng (giảm 5,0% so với dự phóng cũ) và LNST CĐ mẹ ước tính đạt 9.951 tỷ đồng, giảm 11,2 % yoy. Nguyên nhân do thị trường nội địa sức mua giảm do ảnh hưởng bởi dịch Covid 19 và gánh nặng tăng giá nguyên liệu tiếp tục gây áp lực giảm biên gộp. Mặc dù thị trường xuất khẩu tuy có tăng trưởng tốt về DT song khó có thể bù đắp biên lợi nhuận giảm do sự tăng giá của nguyên vật liệu và rủi ro của dịch Covid bùng phát. Chúng tôi cho rằng trong 6 tháng còn lại của 2021, tại thị trường nội địa (tỷ trọng 84%) VNM sẽ phải đối mặt với sức mua sụt giảm từ việc dịch bùng phát kéo dài và có thể ảnh hưởng đến thu nhập của người tiêu dùng, đối với thị trường xuất khẩu ngoài thị trường Mỹ đã đạt tỷ lệ tiêm vaccin cao thì các thị trường XK còn lại đối mặt với rủi ro các đợt bùng phát của dịch với biến thể Delta khi tỷ lệ tiêm vaccin vẫn còn thấp.

Chúng tôi dự phóng DT nội địa giảm 2,0% yoy, DT XK trực tiếp tăng 5,8% yoy và DT nước ngoài tăng trưởng 9,3% yoy. Như vậy, DTT đạt 59.246 tỷ đồng (-0,7% yoy).

Biên lợi nhuận gộp thu hẹp đạt 43,8% (2020: 46,4%).

CP BH và QNDN chiếm tỷ trọng 22,8% và 2,4% tương ứng.

Thu nhập ròng 80 tỷ và thu nhập tài chính ròng đạt 1.045 tỷ đồng.

Thuế TNDN 18%.

Như vậy, LNST đạt 9.951 tỷ đồng (-11,2% yoy). EPS tương ứng năm 2021 sẽ đạt 4.762 đồng/cpvà P/E dự phóng năm 2021 là 18,5 lần.

Khuyến nghị: Năm 2021 là một năm khá thách thức cho VNM trong việc hoàn thành kế hoạch đặt ra đầu năm là tăng trưởng DT 4,2% và LNST tương đương năm ngoài. Trong 4 năm trở lại

đây tốc độ tăng trưởng kép của VNM đã giảm còn 4,0% so với giai đoạn 10 năm trước đạt 14,2%. Với triển vọng đầu tư kém hấp dẫn trong năm 2021 do tác động bởi dịch và xu hướng tăng giá nguyên liệu chúng tôi tiếp tục khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với VNM với giá mục tiêu đạt **88.100** đồng/cp tương ứng với PE 18,5x.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng
Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu
tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang
Trưởng nhóm Phòng PT
ldquang@vcbs.com.vn

Nguyễn Thị Thu Hằng
Chuyên viên phân tích
ntthanh-hcm@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630