

VNM – KHẢ QUAN

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 31/03/2021)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	98.400
Vốn hoá (tỷ đồng)	206.069
KLGD bình quân	1.761.000
% sở hữu nước ngoài	56,09%
Giá mục tiêu	112.000

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Thu Hằng
ntthang-hcm@vcbs.com.vn
+84-38 200 751 (ext 640)

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

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

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

VNM:

KQKD 2020:

VNM: DTT đạt 59.636 tỷ đồng (+5,9% yoy), LNST CĐ mẹ đạt 11.099 tỷ đồng (+4,9% yoy). Trong đó, mảng kinh doanh nội địa (không bao gồm GTN) tăng trưởng 7,5% yoy, XK trực tiếp (chủ yếu Iraq) tăng 7,4% yoy, mảng chi nhánh nước ngoài giảm 9,9% yoy. GTN giảm nhẹ 2,7% yoy. Nhìn chung VNM tăng trưởng khá nhờ vào tăng thị trường nội địa và tái cơ cấu GTN, trong đó MCM là đơn vị có đóng góp chủ yếu.

Ngành sữa ít chịu tác động do dịch Covid 19, người dân tăng cường sử dụng sữa tươi, sữa chua và các sản phẩm có probiotics để tăng cường sức đề kháng.

MCM: Trong năm qua, hiệu quả kinh doanh của MCM cải thiện rất đáng kể dưới sự tham gia quản lý của VNM với DTT đạt 2.823 tỷ đồng (+10,3% yoy) và LNST đạt 281 tỷ đồng (+68,2% yoy). Biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh lên mức 31,5% (2019: 19,0%). Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng với sự quản lý của VNM và kế hoạch đầu tư mở rộng 1.700 tỷ, chúng tôi cho rằng dư địa tăng trưởng của MCM còn rất lớn.

Năm 2021: Chúng tôi dự phóng DTT tăng trưởng 6,9% đạt 63.752 tỷ đồng và LNST CT mẹ tăng 10,8% đạt 12.128 tỷ đồng. Trong đó DT mảng nội địa tăng 6,8% yoy, mảng xuất khẩu trực tiếp tăng trưởng 9,0% và mảng chi nhánh tại nước ngoài tăng 5,0%.

Biên LNG giảm nhẹ còn 45,9% (2020: 47,2%) do giá sữa nguyên liệu tăng so với năm ngoái. Giá sữa nguyên liệu tăng cao, CP sữa nguyên liệu chiếm khoảng 55% giá thành của sản phẩm và 60% là nhập khẩu từ nước ngoài. Biên lợi nhuận gộp của VNM chịu rủi ro biến động của giá sữa nguyên liệu.

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 WMP đã tăng hơn 25% so với bình quân năm 2020.

Giá đường cũng trong xu hướng tăng, ước tính trong 3 tháng đầu năm giá đường tăng trên 20% so với giá bình quân năm ngoái.

Khuyến nghị: Chúng tôi tiếp tục giữ khuyến nghị **Khả quan** đối với VNM với giá mục tiêu **112.000 đồng /cp**.

KQKD 2020

VNM:

❖ **DTT đạt 59.636 tỷ đồng (+5,9% yoy), LNST CĐ mẹ đạt 11.099 tỷ đồng (+4,9% yoy).** Trong đó, mảng kinh doanh nội địa (không bao gồm GTN) tăng trưởng 7,5% yoy, XK trực tiếp (chủ yếu Iraq) tăng 7,4% yoy, mảng chi nhánh nước ngoài giảm 9,9% yoy. Doanh thu của GTN giảm nhẹ 2,7% yoy.

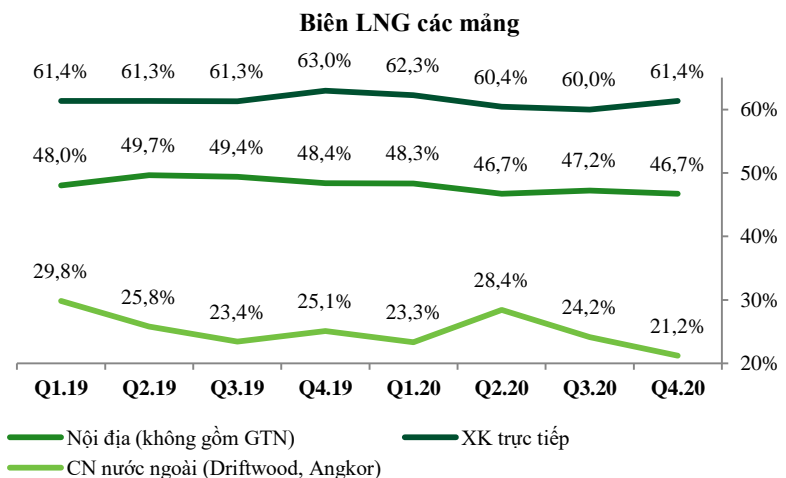
Biên LNG của VNM đạt 46,4% (2019: 47,2%), trong đó đáng chú ý biên gộp của mảng nội địa (không hợp nhất GTN) giảm 1,7 điểm phần trăm, còn 46,2%; trong khi đó biên gộp của MCM mở rộng lên mức 29,1% (2019: 20,8%).

Thu nhập tài chính tăng 95,8% yoy đạt 1.581 tỷ đồng, CP tài chính tăng 65% yoy đạt 309 tỷ đồng. CP BH và QLDN tăng 3,5% yoy và 40,2% yoy.

DT tài chính đạt 1.581 tỷ đồng (+95,8% yoy) chủ yếu nhờ vào lãi tiền gửi tăng mạnh lên 1.148 tỷ đồng (+58,6% yoy) và khoản lãi 300,6 tỷ đồng do đánh giá lại giá trị hợp lý của 40,5% cổ phần của GTN tại thời điểm GTN trở thành công ty con.

Tuy nhiên, trên BCTC cũng xuất hiện chi phí khấu hao lợi thế thương mại 608 tỷ đồng từ việc đánh giá lại khoản đầu tư vào GTN trong khoản mục chi phí quản lý.

	DTT					Biên LNG		
	Q4.20	Q4.19	YoY	2020	YoY	Q4.20	Q4.19	2020
Nội địa	12.122	11.734	3,3%	50.842	7,7%	46,7%	48,4%	47,2%
GTN	682	702	-2,8%	2.826	-4,9%	30,8%	16,6%	29,1%
XK trực tiếp	1.534	1.572	-2,4%	5.561	7,4%	61,4%	63,0%	60,9%
CN nước ngoài (Driftwood, Angkor)	769	933	-17,6%	3.234	-9,9%	21,2%	25,1%	24,2%
Tổng	14.425	14.239	1,3%	59.636	5,9%	46,2%	46,9%	46,4%



Nguồn: VCBS tổng hợp

MCM:

❖ **KQKD khả quan với DTT đạt 2.823 tỷ đồng (+10,3% yoy) và LNST đạt 281 tỷ đồng (+68,2% yoy).** Biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh lên mức 31,5% (2019: 19,0%).

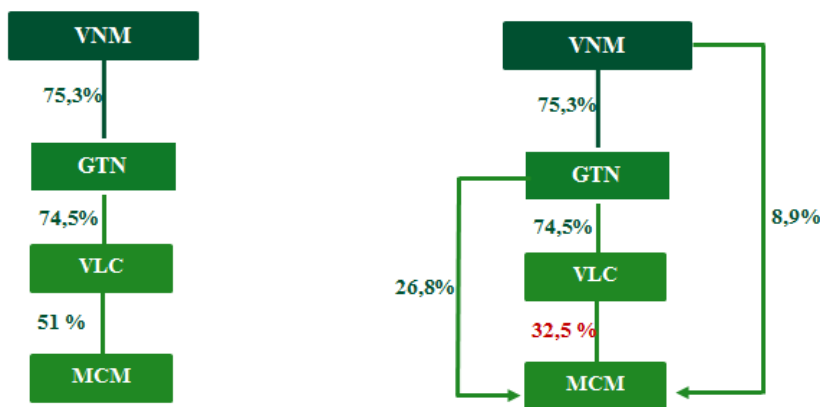
Dưới sự quản lý trực tiếp của VNM, kết quả kinh doanh của MCM cải thiện tích cực, kiểm soát chi phí nguyên liệu và biên lợi nhuận tăng rõ rệt. MCM đang có thay đổi tích cực trong cả chuỗi cung ứng, chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng của MCM sẽ đạt mức tăng trưởng cao hơn so với ngành (sửa CAGR ~7-8% trong 2021-2025 theo Euromonitor).

Tại cuối năm 2020, MCM có qui mô đàn bò đạt 25.935 con (+1,4% yoy, đạt 90,4% so với kế hoạch đề ra).

Trong Q1.2021, MCM phát hành thành công 43,2 tr cổ phiếu (~65% cp đang lưu hành) cho các đối tượng và thu về 1.266 tỷ đồng với kết quả phát hành như sau:

Đối tượng mua	% sở hữu trước phát hành	CLCP mua thêm	Giá mua	Thành tiền (tỷ)	% sở hữu sau phát hành
GTN	0%	29.458.399	30.000	884	26,8%
VLC	51%	1.703.408	30.000	51	32,5%
VNM	0%	9.737.790	30.000	292	8,9%
Hiện hữu		1.632.403	20.000	33	
ESOP		668.000	10.000	7	
Tổng cộng		43.200.000		1.266	

Cơ cấu sở hữu trước và sau khi MCM tăng vốn:



Nguồn: VCBS tổng hợp

Như vậy sau khi phát hành tăng vốn của MCM thì tỷ lệ sở hữu trực tiếp của VLC bị **giảm xuống từ 51% còn 32,5%** và trở thành công ty liên kết và không còn hợp nhất kết quả kinh doanh vào VLC. Tỷ lệ sở hữu MCM của VNM tăng từ 28,6% lên mức 47,3%.

Tỷ lệ sở hữu MCM (cả trực tiếp và gián tiếp) thay đổi sau khi phát hành như sau:

Sở hữu MCM	Trước phát hành	Sau phát hành
GTN	38.0%	51.0%
VLC	51.0%	32.5%
VNM	28.6%	47.3%

Nguồn: VNM, GTN, VLC, VCBS tổng hợp

VLC: ❖ DTT đạt 2.828 tỷ đồng (+8,9% yoy) và LNST đạt 306 tỷ đồng (+77,0% yoy) nhưng LNST CĐ mẹ đạt 168 tỷ đồng (+84,4% yoy).

DTT và LN chủ yếu đến từ việc hợp nhất KQKD của MCM khi chiếm trên 90% tỷ trọng DT.

GTN: ❖ DTT đạt 2826 tỷ đồng (-4,9% yoy) và LNST tăng trưởng mạnh đạt 251 tỷ đồng (+3.643% yoy), tuy nhiên LNST CĐ mẹ chỉ đạt 109 tỷ đồng (2019: lỗ 66 tỷ đồng).

DTT và LN chủ yếu đến từ việc hợp nhất KQKD của MCM.

Biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh lên mức 29,1% (2019: 15,7%) chủ yếu nhờ kết quả kinh doanh tăng trưởng cao của MCM do hợp nhất BCTC.

Tại Q4.20, GTN có 2 công ty con hợp nhất báo cáo tài chính là VLC và MCM. Công ty liên kết gồm 6 công ty.

KẾ HOẠCH 2021

VNM: VNM chưa công bố kế hoạch năm 2021.

MCM: ❖ **PHÂN PHỐI LN 2020:**

- Trả cổ tức tiền mặt 2.500 đồng/cp (đã tạm ứng đợt 1: 1.000 đồng/cp). Như vậy, trong đợt trả cổ tức lần 2 với tỷ lệ tiền mặt 15% còn lại, sau khi tăng vốn từ 668 tỷ lên 1.100 tỷ đồng thì số tiền phải chi ra là 165 tỷ đồng, tương ứng 83% LNST năm 2020. Như vậy, LNST còn lại sau phân phối là 34,1 tỷ đồng.

❖ **KẾ HOẠCH 2021:**

- DTT đạt 3.066 tỷ đồng (+8,6% yoy) và LNST đạt 319 tỷ đồng (+13,5% yoy).
- **Dự kiến cổ tức 2021:** Đồng ý nâng mức chi trả cổ tức tiền mặt dự kiến ban đầu 20% lên 25%. Trích quỹ đầu tư phát triển 10% và quỹ phúc lợi 10%.
- **Điều chỉnh cho phép nhà đầu tư nước ngoài sở hữu 100%.**
- **Chuyển niêm yết lên HOSE:** MCM sẽ theo qui định sau 2 năm niêm yết trên sàn UpCOM thì mới đủ điều kiện chuyển niêm yết lên HOSE (từ năm 2023 trở đi).
- **Các dự án chiến lược:**

Dự án	Công suất	Giá trị (tỷ)
Đầu tư dây chuyền sữa nước	500 tấn/ngày	130
Trang trại bò sữa mới (qui mô 4.000 con) kết hợp du lịch sinh thái	170 ha, 4.000 con	1.120
Nâng cấp trang trại hiện hữu lên qui mô 2.000 con		
Tổng cộng		1.250

Dự kiến du lịch sinh thái sẽ khởi công trong Q3.2021 và mất khoảng 3,5 năm để hoàn thành, riêng dự án trang trại bò sữa sẽ hoàn thành trong 3 năm.

Dự án nhà máy sữa nước dự kiến đến Q4.2021 mới hoàn thành thủ tục xin điều chỉnh qui hoạch và **đến 2025 nhà máy mới bắt đầu đi vào hoạt động.**

MCM sẽ không tăng số lượng đàn bò mà sẽ tập trung vào việc tăng năng suất sữa (hiện tại năng suất của MCM thấp hơn VNM; 22 lít/con/ngày so với 27/lít/con/ngày)

VLC:

❖ PHÂN PHỐI LỢI NHUẬN 2020:

- **Cổ tức 2020:** cổ tức tiền tỷ lệ 6%.

❖ KẾ HOẠCH 2021:

▪ **DTT 7 tỷ đồng giảm mạnh so với mức thực hiện 2020 là 2.826 tỷ đồng và LNST đạt 113 tỷ đồng (2020: 310 tỷ).** Nguyên nhân giảm mạnh DTT do sau phát hành tăng vốn của MCM thì KQKD của MCM sẽ không còn hợp nhất trên BCTC của VLC mà sẽ trở thành công ty liên kết.

▪ **Dự án chăn nuôi, chế biến và phân phối thịt bò:** Định hướng VLC trở thành đơn vị lớn trong lĩnh vực ngành chăn nuôi và chế biến sản phẩm thịt với lợi thế từ quỹ đất và nguồn lực sẵn có.

▪ **Với lợi thế nguồn giống đàn bò hơn 160.000 con và MCM có đàn bò 60.000 con, đây là nguồn cung bê đực cho Liên doanh.**

VLC định hướng vào thị trường thịt bò trung cao cấp. Sử dụng bí quyết của Sojitz để cho ra sản phẩm thịt bò có chất lượng cao.

Qui mô khai thác: 20.000 con/năm. Tổng vốn đầu tư: 1.700 tỷ đồng. VLC đã công bố hợp tác với Sojitz Co., một tập đoàn đa ngành của Nhật Bản trong đó có lĩnh vực bò thịt. Trong đó, VLC nắm giữ 51%. Vốn đầu tư ban đầu là 2 triệu USD và sẽ tăng dần theo qui mô phát triển của dự án. Dự kiến thời gian chuẩn bị 6 tháng, và xây dựng 18 tháng. Như vậy, đến giữa năm 2023 sẽ có nguồn cung bò cho VLC.

▪ **Cổ tức 2021:** cổ tức tiền mặt 600 đồng/cp.

GTN:

❖ KẾ HOẠCH 2021:

▪ **DTT đạt 3.073 tỷ đồng (+8,7% yoy) và LNST đạt 244 tỷ đồng (-2,9% yoy).**

▪ **Cổ tức 2020:** không có phân phối lợi nhuận sau thuế do công ty còn bị lỗ lũy kế. Tại cuối năm 2020, GTN ghi nhận mức lỗ lũy kế 133 tỷ đồng.

▪ **Dự kiến trong Q3.2021, GTN sẽ được sát nhập vào VLC.**

HỦY GTN, SÁT NHẬP VLC:

Nhằm đơn giản cấu trúc doanh nghiệp và giảm các thủ tục công bố thông tin và đơn giản cấu trúc doanh nghiệp. VNM chủ trương thực hiện sát nhập công ty mẹ - GTN (công ty holding, không có quyền sử dụng đất và thương hiệu) vào công ty con là VLC.

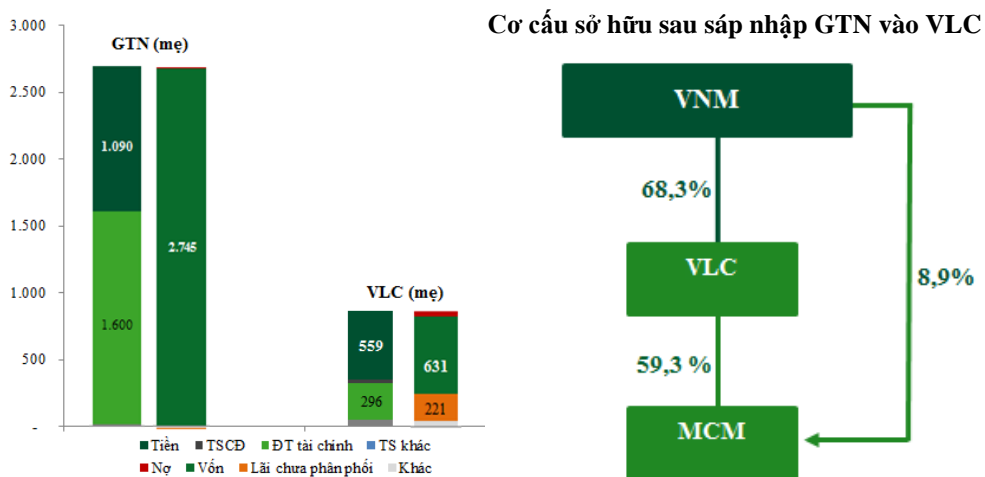
VLC sẽ phát hành thêm cổ phiếu phổ thông để hoán đổi lấy 250 triệu cổ phiếu của GTN, sau hoán đổi tất cả cổ đông của GTN sẽ trở thành cổ đông của VLC. Tỷ lệ chuyển đổi 1,6 : 1, tương ứng 1.000 cp GTN sẽ đổi 625 cp VLC. Như vậy, số lượng cổ phiếu VLC sẽ phát hành mới thêm là 109,25tr cp.

Lộ trình sát nhập dự tính :

03/2021	03-05/2021	05-07/2021	07-08/2021
•ĐHCĐ thông qua phương án phát hành để hoán đổi	•Nộp hồ sơ đăng ký •UBCK NN chấp nhận việc phát hành	•Thực hiện phát hành, hoán đổi cổ phiếu và hủy niêm yết GTN	•Thực hiện sát nhập GTN vào VLC và đăng ký tăng VDL của VLC sau sát nhập

Do sau khi MCM phát hành tăng vốn thì MCM không hợp nhất trong BCTC của VLC mà sẽ trở thành khoản mục Đầu tư tài chính

Theo bà Mai Kiều Liên, sẽ không thực hiện sáp nhập MCM vào VLC trong tương lai và trong 5-10 năm tới sẽ không có quá trình hoán đổi hay sát nhập nào giữa MCM, VLC hay VNM.



Nguồn: VLC, GTN, VCBS ước tính

Theo ước tính của chúng tôi, như vậy sau quá trình sáp nhập GTN vào VLC thì tỷ lệ sở hữu của VNM đối với MCM trực tiếp và gián tiếp sẽ tăng từ 47,3% lên 49,4%.

GIÁ SỮA NGUYÊN LIỆU ĐẦU VÀO

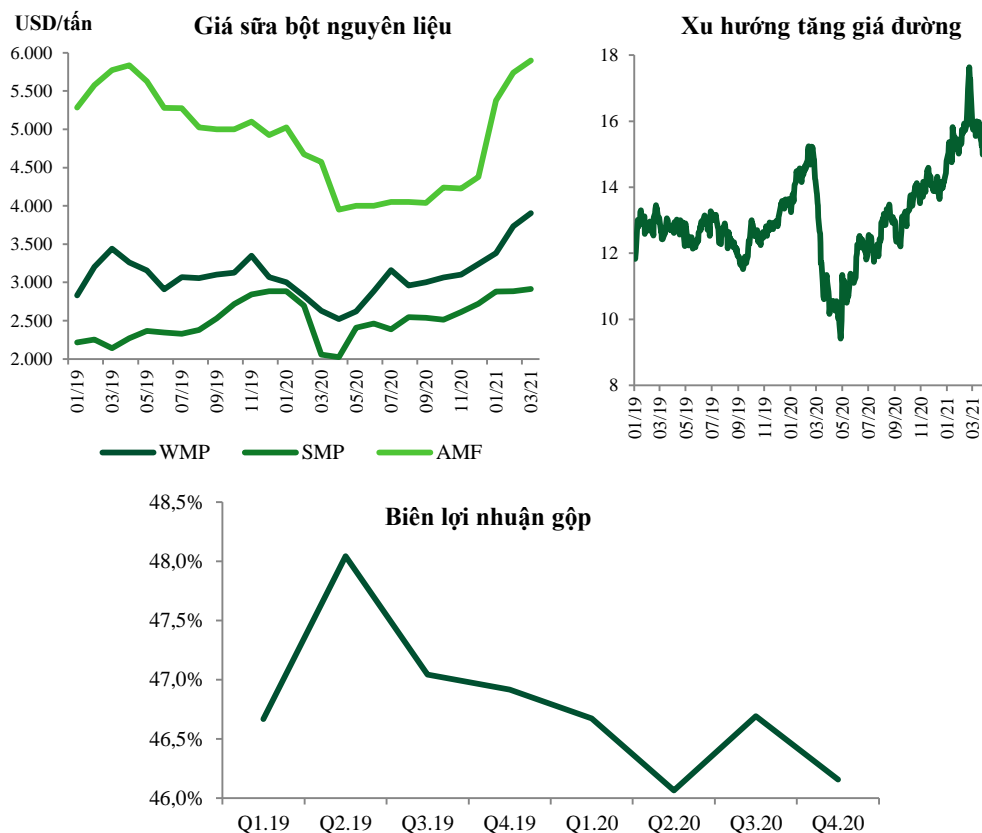
(i) Giá sữa nguyên liệu đầu vào tăng cao:

Giá sữa nguyên liệu tăng cao, chi phí sữa nguyên liệu chiếm khoảng 55% giá thành của sản phẩm và 60% là được nhập khẩu từ nước ngoài. Sữa bột nhập khẩu là nguyên liệu chủ yếu trong sữa nước và sữa đặc (chiếm tỷ trọng khoảng 55% DTT của VNM)/ Biên lợi nhuận gộp của VNM chịu rủi ro biến động của giá sữa nguyên liệu là chủ yếu.

Theo dự báo của Robabank, năm 2021 sản lượng sữa tăng trưởng 1,1% ở 7 vùng sản xuất sữa lớn nhất thế giới, giảm so với năm 2020 tăng trưởng 1,6% yoy. Trong đại dịch Covid 19, nguồn cung ảnh hưởng nhiều hơn so với nhu cầu.

Bên cạnh đó giá đường cũng đang trong xu hướng tăng cao so với năm ngoái. VNM sở hữu 65% Đường Việt Nam và hầu như tự chủ được nguyên liệu đường nên sẽ không chịu nhiều tác động từ giá đường.

VNM thường đảm bảo nguyên vật liệu trong 3 tháng sản xuất và chốt giá nguyên liệu nhập khẩu trước khoảng 3-6 tháng. Do đó, chúng tôi cho rằng ảnh hưởng của đà tăng giá nguyên liệu gần đây tạm thời chưa ảnh hưởng nhiều lên KQKD của VNM. Tuy nhiên, VNM vẫn đang xem xét việc tăng giá bán sản phẩm tùy vào tác độ nhạy cảm về giá của người tiêu dùng. Sữa là mặt hàng thiết yếu, vì vậy chúng tôi cho rằng đối với các sản phẩm thuộc nhóm trung bình VNM sẽ duy trì mức giá bán, và giành mức tăng cho các sản phẩm thuộc nhóm cao cấp.



QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

KHẢ QUAN

Năm 2021, các giả định chính của chúng tôi như sau:

- (1) Tăng trưởng doanh thu trong nước là 6,8% yoy bao gồm cả Mộc Châu Milk trong đó nội địa đã tăng trưởng đạt mức 6,5 % trong đó sữa chua tăng 15%, sữa nước 6,5% và sữa bột 2% và sữa đặc tăng 7%. Mộc Châu Milk tăng trưởng 15%.
- (2) Tăng trưởng xuất khẩu trực tiếp (chủ yếu Trung Đông) đạt mức 9,0%.
- (3) Tăng trưởng từ chi nhánh nước ngoài (Driftwood, Angkor) đạt mức 5,0%.
- (4) Biên LNG giảm nhẹ còn 45,9% (2020: 47,2%) do giá sữa nguyên liệu tăng so với năm ngoái.

Thuế TNDN 17,5%.

Như vậy, chúng tôi ước tính DTT và LNST CĐ mẹ tăng trưởng lần lượt là 6,9% và 10,8%, tương ứng đạt 63.752 tỷ đồng và 12.128 tỷ đồng.

Định giá: Chúng tôi tiếp tục giữ khuyến nghị **Khả quan** đối với VNM với giá mục tiêu **112.000 đồng /cp**.

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

ntthang-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