

Ngành bán lẻ

“Bị ảnh hưởng mạnh trong ngắn và dài hạn bởi dịch bệnh Corona”

Duy Pham

(+84) 98 669 6617

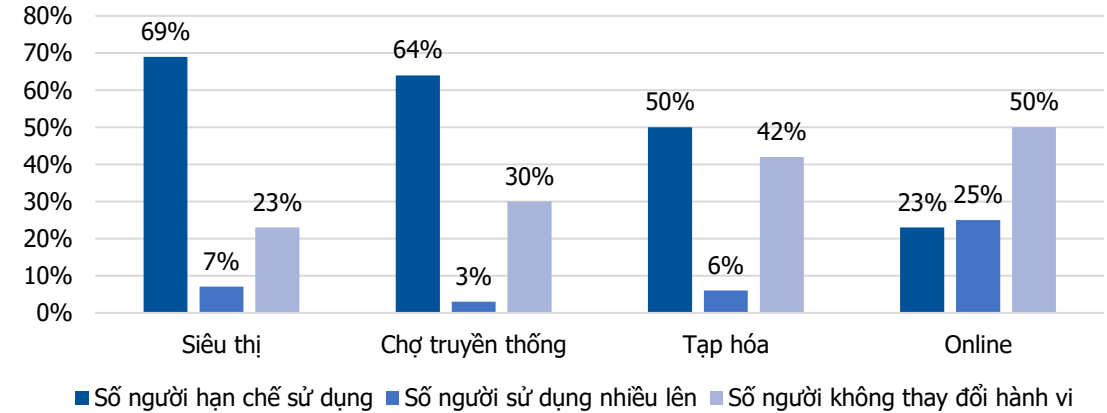
Duy.PhamViet@mbs.com.vn

Ngành Bán Lẻ

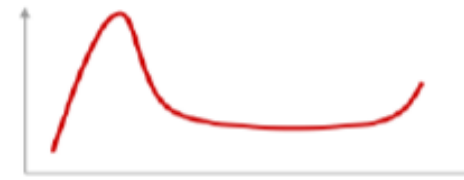
Bị ảnh hưởng mạnh trong ngắn và dài hạn bởi dịch bệnh Corona

- Chúng tôi cho rằng ngành bán lẻ sẽ bị ảnh hưởng mạnh bởi dịch bệnh Corona, cụ thể, người dân sẽ hạn chế mua sắm trực tiếp và chuyển qua mua sắm online. Theo báo cáo của Nielsen vào thời điểm đầu tháng 2 khi tình hình dịch vẫn chưa diễn biến phức tạp thì 65% số người tham gia khảo sát cho biết họ sẽ hạn chế việc đi mua sắm trong khi 83% cho rằng việc mua sắm online sẽ không bị ảnh hưởng.
- Về xu hướng mua sắm, chúng tôi nhận thấy có sự thay đổi khi các mặt hàng dự kiến sẽ chịu ảnh hưởng mạnh nhất trong ngắn hạn, xu hướng tiêu dùng sẽ dịch chuyển nhiều hơn qua các sản phẩm đông lạnh và tích trữ nhu yếu phẩm qua đó hạn chế việc phải đi siêu thị nhiều lần. Điều này dẫn đến các doanh nghiệp niêm yết trên sàn như MWG và PNJ đều chịu ảnh hưởng tiêu cực.
- Trong các loại hình bán lẻ, kênh siêu thị và chợ dự kiến bị ảnh hưởng mạnh nhất. Tuy nhiên, so sánh giữa 2 hình thức này, người tiêu dùng cho rằng họ sẽ hạn chế đi siêu thị hơn so với chợ do siêu thị là môi trường khép kín và máy lạnh nên dễ lây lan virus. Loại hình mua sắm online sẽ được hưởng lợi nhất tiếp đến là các cửa hàng tiện lợi quy mô nhỏ. Chúng tôi nhận định tình hình dịch bệnh không chỉ ảnh hưởng ngắn hạn đến thói quen mua sắm tại các chuỗi siêu thị mà còn ảnh hưởng dài hạn khi mà sự kiện này sẽ thúc đẩy quá trình chuyển dịch mua sắm từ offline sang online của người dân nhanh hơn.
- Cập nhật tình hình dịch bệnh tháng 3 đã có một bệnh nhân là nhân viên của chuỗi Điện Máy Xanh tại Đà Nẵng, việc này không chỉ ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh của MWG tại Đà Nẵng vào thời điểm mùa dịch mà sẽ ảnh hưởng mạnh hơn tới tâm lý tiêu dùng của người dân.
- Cập nhật kết quả kinh doanh cho thấy các doanh nghiệp này chưa bị ảnh hưởng mạnh trong tháng 2 qua đó chúng tôi dự phóng tình hình dịch bệnh sẽ ảnh hưởng đến các doanh nghiệp bán lẻ từ tháng 3 cho tới tháng 5/2020. Mặc dù các doanh nghiệp bán lẻ vẫn tự tin sẽ hoàn thành kế hoạch cả năm, tuy nhiên, trên quan điểm thận trọng, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sẽ thấp hơn 2 – 3 điểm % so với mức tăng trưởng kế hoạch của doanh nghiệp.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm định giá của cổ phiếu MWG từ 144,000 đồng/CP còn 138,800 đồng/CP và PNJ từ 98,000 đồng/CP còn 83,000 đồng/CP do kết quả kinh doanh dự phóng thấp hơn dự báo trước đây. Tuy nhiên, giá của cổ phiếu bán lẻ đã giảm 28% đối với MWG và 32% đối với PNJ từ thời điểm dịch bệnh bắt đầu bùng phát vào đầu T2/2020. Điều này theo quan điểm của chúng tôi, đang tạo ra những cơ hội đầu tư hấp dẫn với upside 80% cho MWG và 46% cho PNJ so với thị giá hiện tại.

Khảo sát của Nielsen về hành vi tiêu dùng



Tăng nhanh Giảm Nhanh



Xu hướng tiêu dùng nhóm thiết yếu

Suy giảm rồi hồi phục



Xu hướng tiêu dùng nhóm hàng cao cấp

(MUA; Giá mục tiêu: VND 138,800)

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi dự kiến dịch bệnh sẽ chưa ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của MWG trong tháng 2 đầu năm 2019, riêng doanh thu/cửa hàng của chuỗi Bách Hóa Xanh (BHX) có thể sẽ tăng trong tháng này. Tuy nhiên tình hình dịch bệnh đang diễn biến phức tạp hơn trong tháng 3 sẽ làm ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Chúng tôi nhận định doanh thu và lợi nhuận của MWG sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực nhất trong tháng 3 và tháng 4 khiến cho tăng trưởng lợi nhuận của quý 1, quý 2 có thể chỉ ở mức 19% – 20% cùng kỳ. Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp của BHX cải thiện nhẹ 1 điểm % so với thời điểm cuối 2019, thấp hơn so với kế hoạch tăng 2 – 3 điểm % của công ty. Chúng tôi cho rằng quy mô doanh thu thấp hơn dự kiến tác động bởi dịch bệnh sẽ dẫn tới chiết khấu bị thấp đi.

Cập nhật doanh nghiệp

2019, MWG lần lượt đạt 102,174 tỷ doanh thu (+ 18% CK) và 3,836 tỷ lợi nhuận sau thuế (+ 33% CK). Kết quả này tương ứng: 99.0% dự phóng về doanh thu và 98.1% dự phóng về lợi nhuận của chúng tôi.

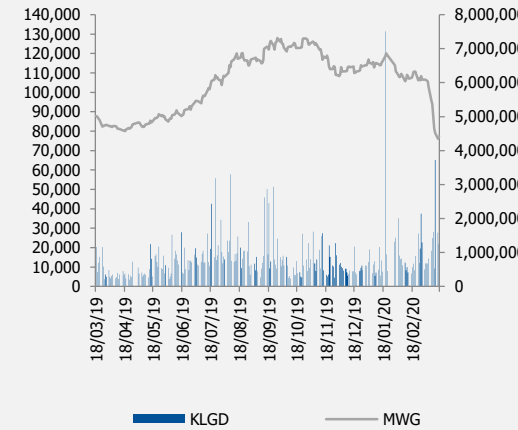
Chúng tôi dự kiến năm 2020 và 2021 doanh thu của MWG lần lượt đạt: 123,393 tỷ đồng (+20.8% CK) và 148,307 tỷ đồng (+20.2% CK) trong đó: (1) Doanh thu chuỗi BHX tăng trưởng gấp đôi đạt 22,000 tỷ với số lượng cửa hàng đạt 1708 cửa hàng cuối năm (+700 cửa hàng so với cuối 2019); doanh thu/cửa hàng của MWG duy trì ở mức 1,350 tỷ đồng/tháng (+ 7% CK); (2) Chuỗi Điện Máy Xanh (ĐMX) đạt 68,271 tỷ đồng doanh thu (+19.5% CK) với số cửa hàng đạt 1138 cuối năm (+120 cửa hàng so với cuối 2019); doanh thu trung bình 1 cửa hàng tăng 10%; (3) Chuỗi Thế Giới Di Động (TGDĐ) duy trì doanh thu nhờ đóng góp từ mảng đồng hồ, trong xu hướng tiếp tục chuyển đổi từ các cửa hàng TGDĐ sang ĐMX.

Chúng tôi giảm dự phóng lợi nhuận năm 2020 của MWG từ 4,600 tỷ xuống còn 4,577 tỷ (+ 19.3% CK) chủ yếu do thay đổi giả định của chúng tôi về tăng trưởng doanh thu các mảng hoạt động và biên lợi nhuận gộp của Bách Hóa Xanh dưới ảnh hưởng của tình hình dịch bệnh. Biên lợi nhuận gộp BHX sẽ cải thiện nhẹ lên 21% thay vì 22% đến 23% như kế hoạch ban lãnh đạo đề ra.

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu MWG giá mục tiêu cho 12 tháng là **138,800** đồng/CP sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE với Re ở mức 13.68% và tăng trưởng dài hạn ở mức 0%.

Diễn biến giá



Dữ liệu công ty

Giá hiện tại	VND 77,300
Giá mục tiêu	VND 138,800
Upside	80%
Bloomberg	MWG VN
Vốn hóa	VND 35,940 tỷ USD 1,542 triệu
Giá biến động trong 52 tuần	VND 76,000 – VND 128,000
Giá trị giao dịch trung bình	VND 97 tỷ USD 4.24 triệu
Tối đa NĐTNN	49%
NĐTNN	49%

Đơn vị: Tỷ VND	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	102,174	123,394	148,307	183,740
EBIT	4,977	6,079	8,086	10,840
Lợi nhuận sau thuế	3,836	4,577	5,898	7,923
Lợi nhuận sau thuế (cơ bản)	3,836	4,577	5,898	7,923
EPS (VND)	8,656	10,329	13,308	17,879
Tăng trưởng EPS (%)		19.3%	28.8%	34.3%
P/E (x)	10.8	9.1	7.1	5.3
EV/EBITDA (x)	6.1	4.6	3.9	3.2
Lợi tức (%)	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%
P/B (x)	2.1	1.6	1.2	0.9
ROE (%)	31.6%	30.9%	29.8%	29.5%
Nợ/vốn chủ (%)	107.3%	102.3%	92.9%	83.5%

Nguồn: MBS Research

CTCP Thế Giới Di Động (HOSE: MWG)

Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	2019	2020E	2021E	2022E
Doanh thu	102,174	123,394	148,307	183,740
Giá vốn hàng bán	82,686	99,499	118,244	145,581
Lợi nhuận gộp	19,488	23,895	30,063	38,159
Doanh thu tài chính	631	466	560	694
Chi phí tài chính	570	1,152	1,339	1,625
Chi phí bán hàng và quản lý	14,511	17,342	21,651	27,068
Lợi nhuận trước thuế	5,053	5,884	7,654	10,184
Lợi nhuận sau thuế	3,836	4,577	5,898	7,923
Lợi nhuận ròng	3,835	4,575	5,895	7,920
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	2	2	3

Bảng cân đối kế toán	2019	2020E	2021E	2022E
Tài sản ngắn hạn	32,884	40,730	51,090	66,084
I. Tiền & tương đương tiền	3,115	5,131	8,828	14,135
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	1	2	3
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,815	2,192	2,635	3,264
IV. Hàng tồn kho	25,745	30,980	36,817	45,328
V. Tài sản ngắn hạn khác	1,199	1,448	1,741	2,156
Tài sản dài hạn	5,687	4,262	5,465	6,615
I. Các khoản Phải thu dài hạn				
II. Tài sản cố định	5,404	3,921	5,055	6,107
1. Tài sản cố định hữu hình	5,375	3,896	5,030	6,083
2. Tài sản cố định vô hình	28	25	25	24
III. Bất động sản đầu tư	0	1	2	3
IV. Tài sản dở dang dài hạn	87	35	35	35
V. Đầu tư tài chính dài hạn	60	56	0	0
VI. Tài sản dài hạn khác	283	342	411	509
Tổng tài sản	38,571	44,992	56,555	72,699
Nợ phải trả	29,565	34,863	41,415	50,524
I. Nợ ngắn hạn	28,442	33,683	40,462	49,569
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	15,411	18,551	22,052	27,153
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	13,031	15,132	18,410	22,416
II. Nợ dài hạn	1,122	1,180	954	955
1. Các khoản phải trả dài hạn	0	1	2	3
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	1,122	1,179	952	952
Vốn chủ sở hữu	12,142	14,796	19,808	26,845
1. Vốn điều lệ	4,435	4,435	4,435	4,435
2. Thặng dư vốn cổ phần	555	555	555	555
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	7,150	9,795	14,804	21,838
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	8	10	12	15
5. Nguồn vốn khác	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	38,571	44,992	56,555	72,699

Nguồn: MBS

Chỉ số tài chính	2019	2020E	2021E	2022E
Định giá				
EPS	8,656	10,329	13,308	17,879
Giá trị sổ sách (BVPS)	27,376	33,360	44,658	60,523
P/E	10.8	9.1	7.1	5.3
P/B	2.1	1.6	1.2	0.9
P/S	0.4	0.3	0.3	0.2
Lợi tức	1.6%	1.6%	1.6%	0.0%
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	19.1%	19.4%	20.3%	20.8%
Biên EBITDA	19.1%	18.8%	19.8%	20.3%
Biên lợi nhuận ròng	3.8%	3.7%	4.0%	4.3%
ROE	31.6%	30.9%	29.8%	29.5%
ROA	9.9%	10.2%	10.4%	10.9%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu		20.8%	20.2%	23.9%
Tăng trưởng LNTT		16.4%	30.1%	33.1%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế		19.3%	28.8%	34.3%
Tăng trưởng EPS		19.3%	28.8%	34.3%
Tăng trưởng tài sản		16.6%	25.7%	28.5%
Tăng trưởng vốn chủ		21.9%	33.9%	35.5%
Thanh khoản				
Chỉ số thanh toán hiện hữu	115.6%	120.9%	126.3%	133.3%
Chỉ số thanh toán nhanh	17.3%	21.7%	28.3%	35.1%
Nợ vay/Tổng tài sản	36.7%	36.3%	34.2%	32.1%
Nợ/Vốn chủ	102.3%	92.9%	83.5%	0.0%
Hệ số khả năng thanh toán lãi vay	14.8	20.2	37.8	37.8
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay phải thu	56.3	56.3	5.3	5.3
Số ngày phải thu	6.5	6.5	69.5	69.5
Vòng quay hàng tồn kho	3.2	3.2	3.2	3.2
Số ngày tồn kho	113.6	113.6	113.6	113.6
Vòng quay phải trả	5.4	5.4	5.4	5.4
Số ngày phải trả	68.0	68.1	68.1	68.1

(MUA; Giá mục tiêu: VND 83,000)

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi nhận định dịch bệnh Corona sẽ ảnh hưởng tới sức mua của thị trường và số lượng cửa hàng mở mới của PNJ trong vòng 2 năm. Chúng tôi cho rằng tác động của tình hình dịch bệnh đến mặt hàng trang sức, được xem là nhu cầu xa xỉ, sẽ không chỉ thể hiện trong ngắn hạn mà có khả năng kéo dài 1 – 2 năm tiếp theo. Thu nhập bình quân của người dân bị ảnh hưởng dẫn đến nhu cầu làm đẹp và thể hiện đẳng cấp sụt giảm. Kết quả lợi nhuận của doanh nghiệp có thể vẫn duy trì được hơn 20% tăng trưởng cùng kỳ trong 2 tháng đầu 2020 nhưng sẽ bắt đầu bị ảnh hưởng mạnh mẽ từ tháng 3/2020 trở đi.

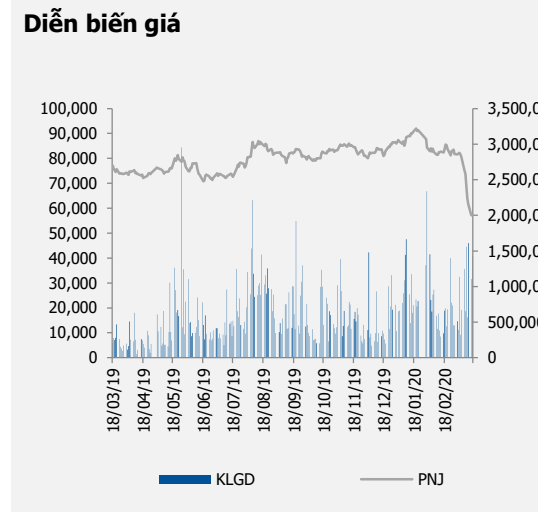
Trước triển vọng doanh nghiệp trong 1 đến 2 năm tới khó phục hồi do sức mua bị ảnh hưởng, chúng tôi giảm giá mục tiêu của PNJ từ 98,000 đồng/cp xuống còn 83,000 đồng/cp do giảm dự phóng lợi nhuận 2020 và 2021 đồng thời thay đổi P/E mục tiêu từ 15 lần xuống còn 13 lần.

Cập nhật doanh nghiệp

2019, PNJ tăng trưởng 24% lợi nhuận sau thuế, hoàn thành vượt kế hoạch đề ra năm 2019.

Trong đó đáng chú ý trong tháng 12: kênh bán lẻ tăng trưởng 34% so với cùng kỳ 2018. Q4 là thời gian cao điểm của các doanh nghiệp kinh doanh trang sức với nhiều dịp lễ hội và mùa cưới, do đó PNJ cũng đã thực hiện nhiều chương trình khuyến mãi trong thời gian này.

Chúng tôi dự phóng số cửa hàng PNJ mở năm 2020 sẽ đạt 30 cửa hàng giảm tương đối so với 43 cửa hàng mới mở năm 2019. Doanh thu trang sức bán lẻ của PNJ dự phóng chỉ đạt 23% so với kỳ vọng 26% trước khi thời điểm dịch bệnh diễn ra.



Dữ liệu công ty	
Giá hiện tại	VND 57,000
Giá mục tiêu	VND 83,000
Upside	46%
Bloomberg	PNJ VN
Vốn hóa	VND 13,038 tỷ USD 560 triệu
Giá biến động trong 52 tuần	VND 57,000 – VND 92,000
Giá trị giao dịch trung bình	VND 26 tỷ USD 1.17 triệu
Tối đa NĐTNN	49%
NĐTNN	49%

Đơn vị: Tỷ VND	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	17,103	19,632	22,205	24,509
EBIT	1,560	1,861	2,185	2,477
Lợi nhuận sau thuế	1,174	1,425	1,674	1,899
Lợi nhuận sau thuế (cơ bản)	1,168	1,418	1,667	1,891
EPS (VND)	5,260	6,386	7,505	8,512
Tăng trưởng EPS (%)		21.4%	17.5%	13.4%
P/E (x)	16.0	13.2	11.2	9.9
EV/EBITDA (x)	11.7	11.7	9.8	8.4
Lợi tức (%)	2.38%	2.38%	2.38%	2.38%
P/B (x)	3.8	4.0	3.4	2.8
ROE (%)	19.6%	20.1%	20.4%	20.4%
Nợ/vốn chủ (%)	16.9%	15.8%	14.9%	14.1%

Nguồn: MBS Research

CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận (HOSE: PNJ)



Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	2019	2020E	2021E	2021E
Doanh thu	17,103	19,632	22,205	24,509
Giá vốn hàng bán	13,653	15,613	17,587	19,394
Lợi nhuận gộp	3,450	4,018	4,618	5,115
Doanh thu tài chính	3	4	4	5
Chi phí tài chính	101	90	103	117
Chi phí bán hàng và quản lý	1,890	2,157	2,433	2,638
Lợi nhuận trước thuế	1,468	1,781	2,093	2,374
Lợi nhuận sau thuế	1,174	1,425	1,674	1,899
Lợi nhuận ròng	1,174	1,425	1,674	1,899
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0

Bảng cân đối kế toán	2019	2020E	2021E	2021E
Tài sản ngắn hạn	6,155	7,498	9,146	11,032
I. Tiền & tương đương tiền	-5	475	1,253	2,344
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	164	188	213	235
IV. Hàng tồn kho	5,752	6,578	7,410	8,171
V. Tài sản ngắn hạn khác	88	101	115	126
Tài sản dài hạn	777	847	908	940
I. Các khoản Phải thu dài hạn				
II. Tài sản cố định	559	598	626	629
1. Tài sản cố định hữu hình	269	309	338	343
2. Tài sản cố định vô hình	291	289	288	286
III. Bất động sản đầu tư	0	1	2	3
IV. Tài sản dở dang dài hạn	71	71	71	71
V. Đầu tư tài chính dài hạn	85	85	85	85
VI. Tài sản dài hạn khác	217	249	282	311
Tổng tài sản	6,931	8,345	10,054	11,972
Nợ phải trả	2,467	2,789	3,156	3,509
I. Nợ ngắn hạn	2,487	2,817	3,191	3,550
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	1,288	1,465	1,643	1,805
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,200	1,352	1,548	1,745
II. Nợ dài hạn	-20	-27	-34	-41
1. Các khoản phải trả dài hạn	9	10	12	13
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	-29	-38	-46	-54
Vốn chủ sở hữu	4,697	5,415	6,756	8,322
1. Vốn điều lệ	2,221	2,221	2,221	2,221
2. Thặng dư vốn cổ phần	374	0	0	0
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	1,741	2,715	3,914	5,312
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0
5. Nguồn vốn khác	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	6,931	8,345	10,054	11,972

Nguồn: MBS

Chỉ số tài chính	2019	2020E	2021E	2021E
Định giá				
EPS	5,260	6,386	7,505	8,512
Giá trị sổ sách (BVPS)	21,148	24,378	30,417	37,467
P/E	16.0	13.2	11.2	9.9
P/B	3.8	4.0	3.4	2.8
P/S	1.1	1.0	0.8	0.8
Lợi tức	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	20.2%	20.5%	20.8%	20.9%
Biên EBITDA	19.6%	20.1%	20.4%	20.4%
Biên lợi nhuận ròng	6.9%	7.3%	7.5%	7.7%
ROE	25.0%	26.3%	24.8%	22.8%
ROA	16.9%	17.1%	16.7%	15.9%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu		14.8%	13.1%	10.4%
Tăng trưởng LNTT		21.4%	17.5%	13.4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế		21.4%	17.5%	13.4%
Tăng trưởng EPS		21.4%	17.5%	13.4%
Tăng trưởng tài sản		20.4%	20.5%	19.1%
Tăng trưởng vốn chủ		15.3%	24.8%	23.2%
Thanh khoản				
Chỉ số thanh toán hiện hữu	247.4%	266.2%	286.6%	310.7%
Chỉ số thanh toán nhanh	6.4%	23.5%	45.9%	72.6%
Nợ vay/Tổng tài sản	16.9%	15.8%	14.9%	14.1%
Nợ/Vốn chủ	21.2%	17.5%	10.2%	2.6%
Hệ số khả năng thanh toán lãi vay	14.8	20.2	37.8	38.8
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay phải thu	104.3	104.3	104.3	104.3
Số ngày phải thu	3.5	3.5	3.5	3.5
Vòng quay hàng tồn kho	2.4	2.4	2.4	2.4
Số ngày tồn kho	153.8	153.8	153.8	153.8
Vòng quay phải trả	10.6	10.7	10.7	10.7
Số ngày phải trả	34.4	34.2	34.1	34.0

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

Sector Outlook

Ngành tiêu dùng

“Xu hướng mua hàng online và các sản phẩm dinh dưỡng nhằm tăng sức đề kháng sẽ giúp duy trì tốc độ tăng trưởng của ngành”

Duy Pham

(+84) 98 669 6617

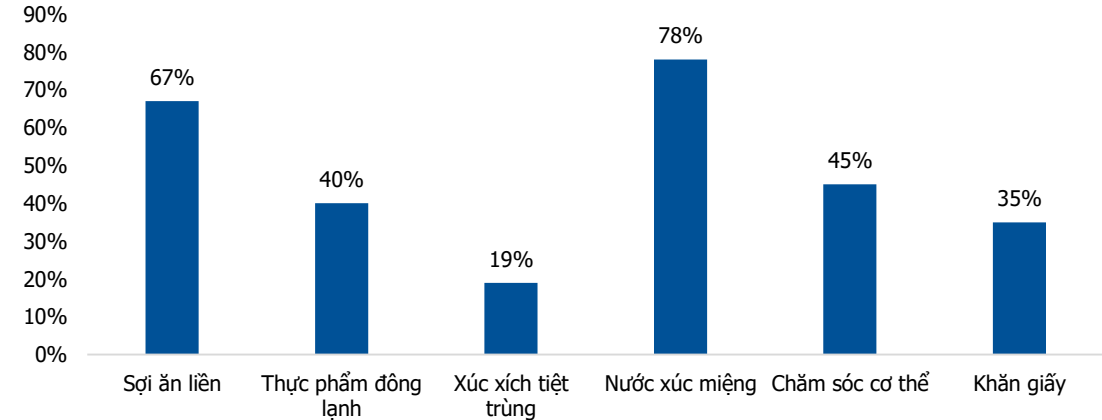
Duy.PhamViet@mbs.com.vn

Ngành Tiêu Dùng

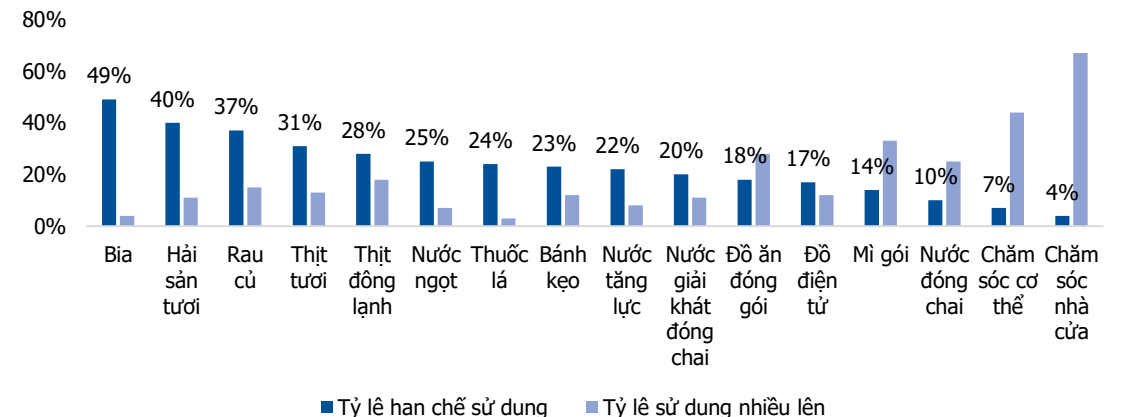
Xu hướng mua hàng online và các sản phẩm dinh dưỡng nhằm tăng sức đề kháng sẽ giúp duy trì tốc độ tăng trưởng của ngành

- Theo Bộ Kế Hoạch và Đầu Tư Việt Nam, dịch bệnh corona sẽ làm GDP 2020 của Việt Nam tăng trưởng chậm lại chỉ đạt 6% trong năm nay, giảm 0.8 điểm % so với kế hoạch Chính Phủ đưa ra từ đầu năm. Standard Chartered giảm dự báo tăng trưởng GDP năm 2020 của Việt Nam 0.4 điểm %, trong đó dự phóng tăng trưởng GDP quý 1 giảm từ 0.4% xuống -1%.
- Tốc độ tăng trưởng GDP chậm lại chủ yếu bị ảnh hưởng bởi nhóm du lịch và sản xuất. Trong khi đó chúng tôi nhận định nhóm ngành tiêu dùng sẽ có phân hóa thành 2 nhóm: (1) được hưởng lợi và (2) bị sụt giảm.
- Sự phân hóa cụ thể như sau: các nhóm sản phẩm phục vụ cho tiệc tùng và giải trí như bia rượu sẽ có xu hướng giảm, trong khi đó các sản phẩm phục vụ nhu cầu thiết yếu như thực phẩm, đồ dùng vệ sinh sẽ có xu hướng tăng trong năm nay. Tuy nhiên, từ 2021, xu hướng tiêu dùng sẽ dần dần cân bằng trở lại.
- Dự phóng chúng tôi về kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp tiêu dùng được đặt dưới các giả định như sau: (1) dịch bệnh sẽ suy giảm từ tháng 5/2020; (2) các nhóm sản phẩm đông lạnh và sản phẩm dược, mặt hàng dinh dưỡng giúp tăng sức đề kháng sẽ được hưởng lợi trong tháng 2 và tháng 3/2020 và sẽ trở lại bình thường từ tháng 4/2020; (3) các nhóm sản phẩm tiêu dùng cao cấp như trang sức, điện thoại, ô tô, quần áo sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực bởi dịch bệnh dài hơn từ tháng 3/2020 cho đến 2021.
- Về quan điểm đầu tư, chúng tôi cho rằng VNM và MSN sẽ là các doanh nghiệp được hưởng lợi trong ngắn hạn vì tình hình dịch bệnh này. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu VNM với giá mục tiêu 116,800 đồng/CP (upside 23%). Đối với cổ phiếu MSN, mặc dù được hưởng lợi từ dịch COVID-19 nhưng chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua do hiện doanh nghiệp đang trong quá trình sát nhập với Vincommerce sẽ ảnh hưởng mạnh tới định giá và triển vọng dài hạn trong khi thông tin về MSN và VCM vẫn chưa đủ rõ ràng. Chúng tôi nhận định SAB là doanh nghiệp ngành tiêu dùng chịu nhiều ảnh hưởng tiêu cực nhất trong đợt dịch này khi mọi người hạn chế đi ăn uống bên ngoài. Bên cạnh đó, thông tư 100 về mức độ xử phạt đối với người sử dụng rượu bia tham gia giao thông cũng khiến doanh thu của doanh nghiệp chịu ảnh hưởng tiêu cực.

Các nhóm hàng tăng trưởng mạnh trong tháng 2/2020 so với CK



Các nhóm hàng người tiêu dùng hạn chế sử dụng



(MUA; Giá mục tiêu: VND 116,800)

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với CP VNM với giá mục tiêu 116,800 đồng/CP (upside +23%), dựa trên phương pháp Chiết khấu dòng tiền FCFE (Re 11.69%, g 1%). Chúng tôi nhìn nhận kết quả kinh doanh (KQKD) của VNM sẽ không có nhiều bất ngờ trong 2020 – 2022 với tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ròng bình quân 6%/năm. Chúng tôi cho rằng thách thức hiện tại của doanh nghiệp là khả năng bắt kịp những thay đổi trong xu hướng tiêu dùng các sản phẩm sữa để có thể đạt mục tiêu tăng trưởng thị phần.

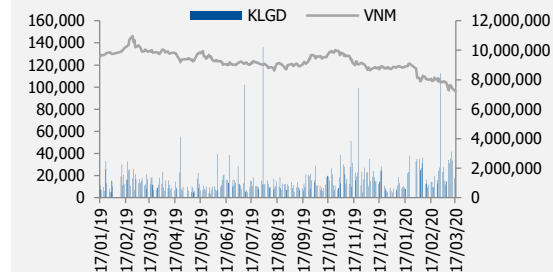
Cập nhật doanh nghiệp

2019, KQKD hợp nhất chưa kiểm toán VNM lần lượt đạt 56,318 tỷ đồng doanh thu (DT +7.1% cùng kỳ - CK) và 10,554 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (LNST +3.4% CK). Kết quả này tương ứng 101% dự phóng DT và 92% dự phóng LNST, chủ yếu do chi phí quản lý thực hiện 1,396 tỷ đồng (+23% CK) vượt 14% dự phóng của chúng tôi. Chi phí nhân viên quản lý đạt 539 tỷ đồng (+38% CK), tăng mạnh trong Q4/2019.

2020 - 2021, chúng tôi dự phóng DT lần lượt đạt 59,678 tỷ đồng (+6% CK) và 63,635 tỷ đồng (+6.6% CK) và LNST lần lượt đạt 11,493 tỷ đồng (+8.9% CK) và 12,025 tỷ đồng (+4.6% CK).

- Về tăng trưởng DT, chúng tôi kỳ vọng sữa chua (16% tỷ trọng DT) là nhóm sản phẩm có tốc độ tăng trưởng cao nhất đạt 17% trong năm 2020 dựa trên nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm giúp tăng sức đề kháng trong mùa dịch bệnh và quay về mức tăng trưởng bình quân 12% từ 2021 trở đi. Phân khúc sữa uống (43% tỷ trọng DT) dự phóng duy trì tốc độ tăng trưởng 7.5%/năm tương ứng với tốc độ dự báo tăng trưởng chung trong mảng này tại thị trường Việt Nam. Thị trường xuất khẩu (16% tỷ trọng DT) tiếp tục được mở rộng với tốc độ 9%/năm.
- Biên lợi nhuận gộp (LNG) 2020, 2021 của VNM dự phóng được cải thiện đạt 47.5% (2019 đạt 47.18%) nhờ (i) tăng tỷ trọng sản phẩm sữa chua và các hàng cao cấp có biên LNG cao hơn và (ii) mặt bằng giá sữa bột nguyên liệu nhập khẩu (65% - 70% tỷ trọng chi phí nguyên liệu) kỳ vọng thấp hơn. Giá sữa bột nguyên liệu đã giảm 12% so với mức cao nhất trong tháng 12/2019 và đang có xu hướng tiếp tục giảm. Công ty thường chốt các đơn hàng sữa nguyên liệu trước 3 tháng, vì vậy, chúng tôi cho rằng tác động tích cực của xu hướng giá nguyên liệu giảm sẽ phản ánh trong 3 quý cuối 2020.
- Chúng tôi lưu ý kế hoạch chi đầu tư 2,500 tỷ đồng/năm và trả nợ vay dài hạn 1,200 tỷ đồng/năm có khả năng làm giảm lãi tiền gửi, dẫn đến tốc độ tăng trưởng LNST chậm hơn tốc độ tăng trưởng DT trong 2021.

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
VNM (%)	-14%	-22%	-27%
VN-Index (%)	-2%	-8%	1%

Ngày cập nhật	18/03/2020
Thị giá	VND 95,000
Giá mục tiêu	VND 116,800
Upside	+23%
Bloomberg	VNM VN
Vốn hóa	VND 165,431 tỷ USD 7,100 triệu
Diễn biến giá 52 tuần	VND 95,000 VND 134,000
Giá trị giao dịch/ngày	VND 110 tỷ USD 4.7 triệu
FOL	100%
Tỷ lệ sở hữu NĐT NN	58.79%

Đơn vị: Tỷ VND	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	56,318	59,678	63,635	68,022
EBIT	12,847	14,073	14,725	15,511
Lợi nhuận sau thuế	10,554	11,493	12,025	12,666
Lợi nhuận sau thuế (cơ bản)	10,554	11,493	12,025	12,666
EPS (VND)	6,062	6,601	6,907	7,275
Tăng trưởng EPS (%)	3.4%	8.9%	4.6%	5.3%
P/E (x)	19.6	18.0	17.2	16.3
EV/EBITDA (x)	14.2	13.1	12.4	11.6
Tỷ suất cổ tức (%)	2.95%	4.73%	4.73%	4.73%
P/B (x)	7.4	6.2	5.9	5.4
ROE (%)	37.7%	34.8%	34.2%	33.4%
Nợ/vốn chủ (%)	53.5%	51.9%	51.2%	54.0%

Nguồn: MBS Research

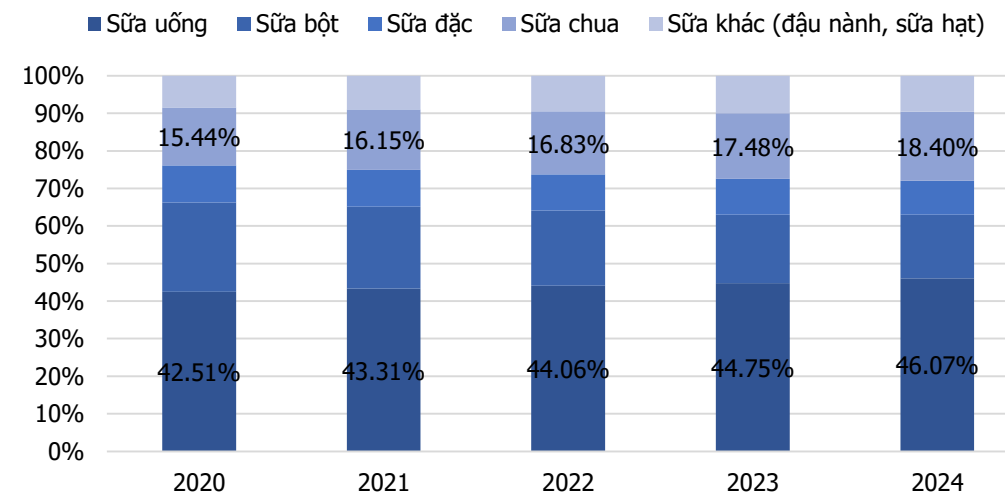
(MUA; Giá mục tiêu: VND 116,800)

Thương vụ M&A với GTN - Sữa Mộc Châu

VNM đã mua lại 75% cổ phần của GTN (CTCP GTNFoods) vào tháng 12/2019. Tuy nhiên, chúng tôi chưa thể hiện sự đóng góp của GTN vào kết quả dự phóng các năm tiếp theo. Mặc dù việc M&A này có khả năng gia tăng thị phần và số lượng bò nguyên liệu của VNM, chúng tôi cho rằng 2020 – 2021 VNM sẽ tập trung tái cơ cấu GTN để cải thiện khả năng sinh lời từ 2022. 2019, GTN ghi nhận mức lỗ lợi nhuận ròng 66 tỷ đồng, so với lợi nhuận ròng bình quân 2015 – 2018 khoảng 30 tỷ đồng/năm.

Xét riêng về kết quả kinh doanh sữa Mộc Châu, mặc dù doanh thu bình quân các sản phẩm sữa đạt 2,200 tỷ đồng/năm có thể gia tăng thị phần VNM khoảng 1.4% - cải thiện đáng kể so với mức tăng trưởng thị phần khiêm tốn 0.2% trong 2019 (thấp hơn kế hoạch 2019 tăng 0.5% – 1%) và tăng khả năng cạnh tranh trực tiếp với TH True Milk tại khu vực phức Bắc, đồng thời, số lượng bò nguyên liệu cũng cải thiện 21% từ 130,000 con lên 157,000 con. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy năng suất cho sữa của đàn bò Mộc Châu hiện thấp hơn 26% VNM, tương ứng biên LNST của VLC (Tổng Công ty Chăn Nuôi Việt Nam, SH 51% CTCP Giống Bò Sữa Mộc Châu) đạt 6.7% trong 2019, thấp hơn 64% biên LNST cùng kỳ của VNM. Chúng tôi cho rằng cần thời gian để cải thiện hiệu quả hoạt động của mảng sữa Mộc Châu. Bên cạnh đó, tỷ lệ lợi ích của VNM trong CTCP Giống Bò Sữa Mộc Châu ước khoảng 28% (sở hữu gián tiếp thông qua GTN và VLC) dẫn đến LNST đem về cho VNM dự kiến 60 tỷ đồng ~ 0.5% LNST VNM.

Tỷ trọng doanh thu các sản phẩm VNM



Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	56,318	59,678	63,635	68,022
Giá vốn hàng bán	29,746	31,362	33,409	35,925
Lợi nhuận gộp	26,572	28,315	30,227	32,097
Doanh thu tài chính	807	1,074	812	852
Chi phí tài chính	187	116	123	132
Chi phí bán hàng và quản lý	14,390	15,248	16,241	17,360
Lợi nhuận trước thuế	12,796	14,018	14,667	15,449
Lợi nhuận sau thuế	10,554	11,493	12,025	12,666
Lợi nhuận ròng	10,581	11,463	11,994	12,633
Lợi ích cổ đông thiểu số	-27	29	31	32

Bảng cân đối kế toán	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Tài sản ngắn hạn	24,722	30,985	31,146	35,661
I. Tiền & tương đương tiền	2,665	8,316	7,798	11,561
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	12,436	12,436	12,436	12,436
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	4,503	5,268	5,617	6,004
IV. Hàng tồn kho	4,983	4,823	5,143	5,498
V. Tài sản ngắn hạn khác	134	142	152	162
Tài sản dài hạn	19,978	19,234	22,063	22,743
I. Các khoản Phải thu dài hạn	21	21	21	21
II. Tài sản cố định	16,043	15,298	18,128	18,807
1. Tài sản cố định hữu hình	14,894	14,149	16,979	17,658
2. Tài sản cố định vô hình	1,150	1,150	1,150	1,150
III. Bất động sản đầu tư	0	1	2	3
IV. Tài sản dở dang dài hạn	944	944	944	944
V. Đầu tư tài chính dài hạn	0	60	0	0
VI. Tài sản dài hạn khác	3,071	3,071	3,071	3,071
Tổng tài sản	44,700	50,219	53,209	58,404
Nợ phải trả	14,958	17,162	18,008	20,480
I. Nợ ngắn hạn	14,433	16,637	17,483	19,954
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	9,081	10,075	11,760	13,597
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	5,351	6,562	5,723	6,357
II. Nợ dài hạn	526	526	526	526
1. Các khoản phải trả dài hạn	526	526	526	526
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	27,971	33,056	35,201	37,924
1. Vốn điều lệ	17,417	17,417	17,417	17,417
2. Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	7,875	14,669	18,612	23,230
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	490	490	490	490
5. Nguồn vốn khác	2,189	481	-1,318	-3,213
Tổng nguồn vốn	44,700	50,219	53,209	58,404

Nguồn: MBS

Chỉ số tài chính	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Định giá				
EPS	6,062	6,601	6,907	7,275
Giá trị sổ sách (BVPS)	16,060	18,979	20,211	21,774
P/E	19.6	18.0	17.2	16.3
P/B	7.4	6.2	5.9	5.4
P/S	3.6	3.4	3.2	3.0
Tỷ suất cổ tức	3.0%	4.7%	4.7%	4.7%
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	47.2%	47.4%	47.5%	47.2%
Biên EBITDA	48.3%	49.0%	48.6%	48.2%
Biên lợi nhuận ròng	18.7%	19.3%	18.9%	18.6%
ROE	37.7%	34.8%	34.2%	33.4%
ROA	23.6%	22.9%	22.6%	21.7%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	7.1%	6.0%	6.6%	6.9%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	6.2%	9.6%	4.6%	5.3%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	3.4%	8.9%	4.6%	5.3%
Tăng trưởng EPS	3.4%	8.9%	4.6%	5.3%
Tăng trưởng tài sản	19.6%	12.3%	6.0%	9.8%
Tăng trưởng vốn chủ	8.6%	18.2%	6.5%	7.7%
Thanh khoản				
Thanh toán hiện hành	171.3%	186.2%	178.2%	178.7%
Thanh toán nhanh	135.8%	156.4%	147.9%	150.4%
Nợ/Tài sản	12.0%	13.1%	10.8%	10.9%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	53.5%	51.9%	51.2%	54.0%
Khả năng thanh toán lãi vay	14.8	20.2	37.8	38.8
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay các khoản phải thu	12.5	11.3	11.3	11.3
Số ngày thu tiền bán hàng	29.2	32.2	32.2	32.2
Vòng quay hàng tồn kho	6.0	6.5	6.5	6.5
Số ngày tồn kho	61.1	56.1	56.2	55.9
Vòng quay các khoản phải trả	3.3	3.1	2.8	2.6
Số ngày phải trả	111.4	117.3	128.5	138.1
Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	11,409	11,498	13,049	13,974
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư	(6,748)	(1,572)	(1,752)	(1,682)
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính	(3,516)	(4,275)	(11,815)	(8,529)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	1,146	5,651	(518)	3,763

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

Sector Outlook