

Hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật

Tháng 10, 2017

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VNĐ) **164.000**

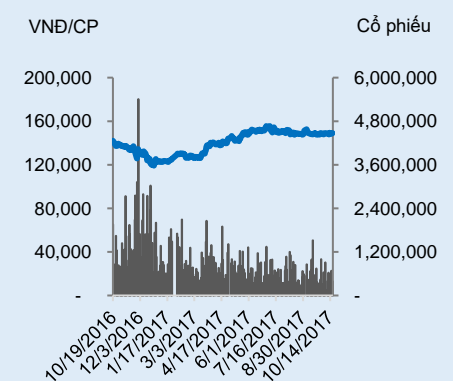
Giá thị trường (18/10/2017) **149.000**

Lợi nhuận kỳ vọng **+10%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	119.250-155.520
Vốn hóa	216.244
SL cổ phiếu lưu hành	1.451.304.721
KLGD bình quân 10 ngày	490.843
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	4.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,7%
Beta	

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VNM	20,8%	0,7%	-1,3%	3,2%
VN-Index	23,2%	3,0%	7,0%	15,0%

Chuyên viên phân tích

Trương Sỹ Phú

(84 8) 3914.6888 ext 258

truongsyphu@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam

Mã giao dịch: VNM

Reuters: VNM.HM

Bloomberg: VNM VN

SCIC thoái 3,33% tại doanh nghiệp sữa lớn nhất Việt Nam. Cơ hội cho F&N tiếp tục tăng sở hữu.

Cập nhật thông tin thoái vốn của SCIC tại VNM

BVSC vừa tham gia buổi roadshow về Cơ hội đầu tư cổ phiếu VNM và việc thoái vốn của SCIC tại công ty này. Chúng tôi muốn tóm tắt cho các nhà đầu tư thông tin dự kiến về đợt chào bán này như sau:

- ❖ Số lượng chào bán: 48.333.400 cổ phần (3,33% vốn điều lệ VNM)
- ❖ Số lượng cổ phần đặt mua tối thiểu: 20.000 cổ phần.
- ❖ Bước khối lượng: 10 cổ phần.
- ❖ Bước giá: 100 đồng.
- ❖ Giá khởi điểm sẽ được công bố trong khoảng thời gian từ 1/11 đến chậm nhất là ngày 10/11/2017. Lưu ý rằng giá đặt mua không được thấp hơn **mức giá sàn** của ngày 10/11/2017 – được xác định bằng giá đóng cửa ngày 9/11/2017 vào lúc 14h45. Do đó nhà đầu tư có thể thay đổi hoặc hủy đăng ký trước 16h00 ngày 9/11/2017 nếu **mức giá sàn** không phù hợp với mục tiêu của nhà đầu tư.
- ❖ Ngày tổ chức chào bán là ngày 10/11/2017.
- ❖ Giao dịch và chuyển nhượng từ 13/11 đến 21/11/2017.

Đặc biệt trong lần chào bán này không có quy định về tỷ lệ tối đa được phân bổ cho một nhà đầu tư nhất định. Điều này có nghĩa một nhà đầu tư hoàn toàn có thể mua hết 3,33% nếu không có ai khác tham gia. Như vậy sau khi thoái vốn thành công lần này thì SCIC chỉ còn nắm 36% tại VNM, vẫn đảm bảo quyền phủ quyết các vấn đề quan trọng.

Kết quả kinh doanh 9 tháng 2017 tăng trưởng khả quan

Hiện tại VNM chưa công bố BCTC Q3 2017 chính thức nhưng đã có số liệu sơ bộ về tình hình hoạt động kinh doanh 9 tháng 2017 với tổng doanh thu 38.758 tỷ đồng (+10,3% yoy) và lợi nhuận sau thuế 8.545 tỷ đồng (+13,6% yoy). Chúng tôi cho rằng đây là mức tăng trưởng rất ấn tượng xét trên quy mô của VNM. Các điểm nhấn chính như sau:

- ❖ **Thị phần tăng chung 1,9%**, từ 55,9% cuối năm 2016 lên 57,8% trong Q3 2017. Trong đó có sự đóng góp rất lớn của sữa nước tăng từ 55,8% lên 58,1%; sữa chua uống tăng từ 33,8% lên 39,1%; sữa bột pha sẵn trẻ em tăng từ 21,1% lên 32,7%. Các mặt hàng sữa bột, sữa đặc và sữa chua ăn tiếp tục duy trì thị phần ở mức cao.
- ❖ Đây là kết quả của việc: **(i) Mở rộng mạng lưới phân phối** – với 240.000 điểm bán lẻ, tăng thêm 20.000 điểm so với cuối năm 2016; **(ii) Giới thiệu thêm hơn 30 sản phẩm mới** – trong đó đặc biệt là dòng sản phẩm sữa chua và sữa tươi Organic từ trang trại Đà Lạt được thị trường đón nhận rất tốt. Đây là sản phẩm có biên lợi nhuận cao và giá bán cao hơn các sản

phẩm truyền thống tối thiểu 65%. VNM dự kiến sẽ tăng đàn bò từ trang trại Organic từ 500 con lên 1.000 con trong tương lai.

- ❖ **Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp Q3 có thể đã giảm do giá sữa nguyên liệu tăng.** Trước đây VNM đã chốt giá nguyên liệu để sản xuất đến tháng 5 trong khi khoảng thời gian còn lại của năm biên lợi nhuận sẽ phản ánh giá nguyên liệu cao hơn. Tính đến hiện tại trên thị trường, giá bình quân WMP tăng 25,9% yoy và SMP tăng 6,3% yoy.

Dự báo kết quả kinh doanh 2017

BVSC dự báo tổng doanh thu đạt 51.960 tỷ đồng (+11,0% yoy) và lợi nhuận ròng đạt 10.617 tỷ đồng (+13,4% yoy). **EPS dự phóng 6.584 đồng/cp tương ứng với P/E forward 22,7 lần.**

- ❖ Sản lượng sữa bình quân tăng 9% và giá bán tăng 2%.
- ❖ Giá đầu vào WMP tăng 18% và SMP tăng 7%.
- ❖ Giá sữa tươi thu mua của nông dân không đổi ở mức 13.000 đồng/lít.
- ❖ Tỷ lệ chi phí SG&A trên doanh thu 23,9%.

Định hướng tương lai

VNM đề ra mục tiêu tăng trưởng 10%/năm về doanh thu và duy trì biên lợi nhuận ròng ở mức 20% đến năm 2021. Trong đó các chỉ tiêu cụ thể:

- ❖ Nâng tổng năng lực sản xuất bình quân lên 2,8 triệu tấn vào năm 2021, tăng 70% so với cuối 2016.
- ❖ Nâng tổng đàn bò từ 22.000 con lên 44.000-50.000 con, qua đó sản lượng sữa từ các trang trại của Vinamilk đạt 157.000 tấn và từ nông dân là 251.000. Tỷ lệ tự cung nội địa dự kiến sẽ tăng từ 30% lên 40% trong tương lai. Đây là bài toán tiết kiệm chi phí, bớt phụ thuộc vào nhập khẩu và cải thiện hình ảnh sữa tươi ngon của Vinamilk.
- ❖ Tổng chi phí đầu tư nâng cao năng lực sản xuất và mở rộng đàn bò là 17.000 tỷ đồng, tương đương 784 triệu USD.

Khuyến nghị đầu tư: Về cơ bản doanh nghiệp, BVSC đánh giá cao VNM với vai trò là một thương hiệu quốc gia, một viên ngọc sáng trong các doanh nghiệp niêm yết và là cổ phiếu tốt nhất trong nhóm ngành hàng tiêu dùng: (i) Dẫn đầu ngành với lợi thế về quy mô, hiệu quả sản xuất và phân phối mà không đối thủ nào có được; (ii) Quản trị minh bạch và ban lãnh đạo có kinh nghiệm lâu năm trong ngành; (iii) Doanh nghiệp rất linh động trong nghiên cứu cải tiến và đưa ra sản phẩm mới, liên tục đổi mới để phát triển thị phần; (iv) Cơ cấu dân số trẻ và tiêu thụ sữa đầu người còn thấp so với khu vực. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu **164.000 đồng/cp** đối với VNM và khuyến nghị **NEUTRAL**, tuy nhiên nhà đầu tư hoàn toàn có thể mua vào VNM cho mục tiêu đầu tư dài hạn ở vùng giá hấp dẫn hơn trong trường hợp giá cổ phiếu có sự điều chỉnh.

Về cuộc đấu giá, những thay đổi mới và quy chế có vẻ đã nói lòng hơn là một điểm rất tích cực sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho các nhà đầu tư trong và ngoài nước tham gia. Chúng tôi cho rằng toàn bộ khối lượng chào bán lần này sẽ được bán thành công và đánh giá đây là cơ hội tốt để nhóm cổ đông F&N tiếp tục tăng sở hữu tại VNM.

Một số chỉ số tài chính của VNM

Chỉ số tài chính		2015	2016	2017F	2018F
Doanh thu	Tỷ đồng	40.080	46.794	51.959	56.076
LNST	Tỷ đồng	7.773	9.350	10.617	11.775
P/E	x		23,2x	22,7x	20,5x
P/B	x		9,7x	9,0x	8,4x

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2013	2014	2015	2016
Doanh thu	30.949	35.072	40.080	46.794
Giá vốn	(19.766)	(23.680)	(23.818)	(24.459)
Lợi nhuận gộp	11.183	11.392	16.262	22.336
Doanh thu tài chính	507	574	649	723
Chi phí tài chính	(91)	(82)	(163)	(102)
Lợi nhuận sau thuế	6.534	6.069	7.773	9.350

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2013	2014	2015	2016
Tiền & khoản tương đương tiền	2.746	1.528	1.359	655
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.895	1.989	2.202	2.191
Hàng tồn kho	3.217	3.555	3.810	4.522
Tài sản cố định hữu hình	7.849	7.548	7.795	7.916
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	318	671	940	614
Tổng tài sản	22.875	25.770	27.478	29.379
Nợ ngắn hạn	4.956	5.453	6.004	6.457
Nợ dài hạn	351	517	550	515
Vốn chủ sở hữu	17.545	19.680	20.924	22.406
Tổng nguồn vốn	22.875	25.770	27.478	29.379

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	16,5%	13,3%	14,3%	16,8%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	12,3%	-7,1%	28,1%	20,3%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	36,1%	32,5%	40,6%	47,7%
Lợi nhuận thuần biên (%)	21,1%	17,3%	19,4%	20,0%
ROA (%)	30,7%	25,0%	29,2%	32,9%
ROE (%)	39,6%	32,6%	38,3%	43,2%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,23	0,23	0,24	0,24
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0,30	0,30	0,31	0,31
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	7.835	6.065	6.474	6.442
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	21.039	19.668	17.427	15.437

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trương Sỹ Phú**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương
Phó Giám đốc khối
luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà
Ngân hàng, Bảo hiểm
nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang
Thép, Phân bón, Điện
chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang
Cao su tự nhiên, Mía đường
phanthuytrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng
Công nghệ thông tin
nguyentientung@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương
Phó Giám đốc khối
ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc
Bất động sản
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa
Vật liệu xây dựng
lethanhhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú
Ô tô & Phụ tùng
truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng
Dược
hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào
Hạ tầng Nước
thaianhhao@baoviet.com.vn

Phạm Đắc Hoàng Minh
Dệt may
phamdachuangminh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình
Phó Giám đốc khối
nguyentuanbinh@baoviet.com.vn

Bạch Ngọc Thắng
Kinh tế trường
bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến
Chuyên viên vĩ mô
tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh
Chiến lược thị trường
tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách
Phân tích kỹ thuật
tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888