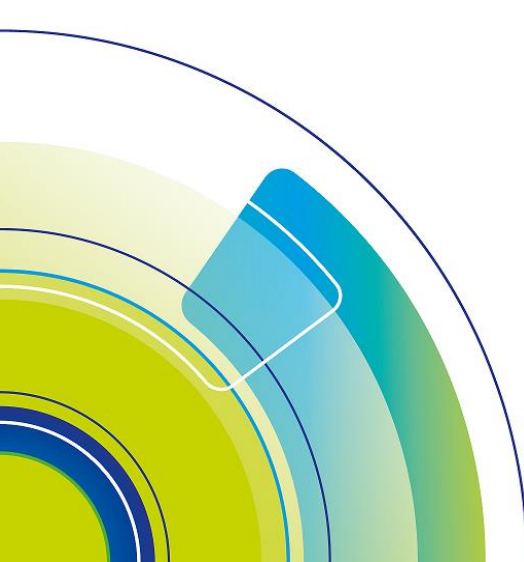




Cập nhật **VNM – GIỮ**

Ngày 12/04/2018



Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 – Ext: 327

chilkt@acbs.com.vn

Báo cáo cập nhật

Khuyến nghị

GIỮ

HSX: VNM

Hàng tiêu dùng thiết yếu

Giá mục tiêu (VND) **180.111**

Giá hiện tại (VND) **196.000**

Tỷ lệ tăng giá -8,1%

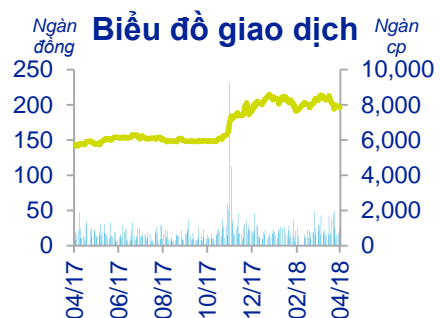
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 3,1%

Tổng tỷ suất lợi nhuận -5,0%

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-6,0	-5,3	-6,6	42,9
Tương đối	-25,1	-12,0	-22,4	-25,6

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

SCIC	36,0%
F&N Dairy Investment Pte	16,5%
Platinum Victory Pte	10,0%
F&N Bev Manufacturing Pte	2,7%

Thông kê 11/4/18

Mã Bloomberg	VNM VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	140.700 – 215.000
SL lưu hành (triệu cp)	1.451
Vốn hóa (tỷ đồng)	284.448
Vốn hóa (triệu USD)	12.462
Room khối ngoại còn lại (%)	40,6
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	43,9
KLGD TB 3 tháng (cp)	830.657
VND/USD	22.825
Index: VNIndex / HNX	1167,1/133,7

CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM VN)

Mặc dù đặt mục tiêu tiếp tục gia tăng thị phần, VNM có thể sẽ ghi nhận tốc độ tăng trưởng chậm lại tương ứng với bức tranh chung của ngành. Khuyến nghị **GIỮ**.

Kết thúc năm 2017, VNM đạt doanh thu thuần 51.041 tỷ đồng, tăng 9,1% n/n, và LNST 10.278 tỷ đồng, tăng 9,8% n/n; trong đó doanh thu thành phẩm tăng ~ 10% n/n. Mức tăng trưởng khá khiêm tốn này (so với những năm trước) chủ yếu do doanh thu xuất khẩu sụt giảm 14% trước những bất ổn chính trị ở Trung Đông. Công ty cho biết tình trạng này vẫn chưa thể cải thiện trong quý 1/2018, mặc dù sẽ cố gắng tăng trưởng xuất khẩu 8-9% trong năm nay. Myanmar là một trong những thị trường mục tiêu mới mà VNM đang hướng đến. Trong khi đó, tăng trưởng doanh thu nội địa (thành phẩm) dường như vẫn duy trì đà tăng ~ 16% n/n; tuy nhiên, nếu loại trừ phần giá bán tăng 3% (năm 2016 không tăng giá) thì mức tăng trưởng này cho thấy sự suy giảm về khối lượng. VNM không có kế hoạch tăng giá bán trong năm 2018.

Theo triển lãm quốc tế về sữa và các sản phẩm sữa tại Việt Nam, sản lượng sữa bình quân đầu người năm 2017 được cho là 26 lít /năm. VNM ước tính tiêu thụ sữa ở nông thôn chỉ mới bằng một nửa ở khu vực thành thị trong khi khu vực nông thôn chiếm 65% dân số cả nước. Từ các dữ liệu này, chúng tôi ước tính mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người 2017 ở khu vực thành thị là ~ 38 lít/năm và ở nông thôn là khoảng ~19 lít/năm. Rõ ràng là so với các nước khác, tiềm năng tăng trưởng của ngành vẫn chưa chấm dứt, tuy nhiên, động lực chính sẽ đến từ khu vực nông thôn hơn là thành thị. Trong khi đó, với mặt bằng thu nhập vẫn còn thấp của khu vực nông thôn thì việc tăng trưởng ngành sữa chậm lại cũng không phải là điều quá ngạc nhiên. VNM đặt mục tiêu tăng trưởng doanh thu khoảng 9-10%, cao hơn 1-2% so với tăng trưởng ngành để mở rộng thị phần.

Biên lợi nhuận gộp 2017 đạt 47,5%, không khác nhiều so với mức 47,7% năm 2016. Mặc dù giá nguyên liệu diễn biến trái chiều trong những tháng gần đây (giá sữa bột gầy giảm, giá sữa bột béo dao động lên xuống và giá AMF tăng), giá các nguyên liệu có thể phần nào bù đắp cho nhau và không gây biến động lớn trong biên lợi nhuận gộp của công ty. Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận 2018 là 47,1% với giả định giá nguyên liệu trung bình 2018 tăng 5%. Tỷ lệ CPBH&QLDN/Doanh thu thuần trong 2017 ghi nhận mức 25,1% và có thể sẽ duy trì quanh mức này trong 2018.

(vui lòng xem tiếp bên dưới)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
DT thuần (tỷ đồng)	46.794	51.041	55.596	60.814	66.362
Tăng trưởng (%)	16,8%	9,1%	8,9%	9,4%	9,1%
EBITDA (tỷ đồng)	11.761	12.746	15.023	16.131	17.645
Biên EBITDA (%)	25,1%	25,0%	27,0%	26,5%	26,6%
LN ròng (tỷ đồng)	9.350	10.296	11.038	11.966	13.089
Tăng trưởng LN (%)	20,3%	10,1%	7,2%	8,4%	9,4%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	5.797	6.386	6.847	7.422	8.118
Tăng trưởng (%)	19,3%	10,2%	7,2%	8,4%	9,4%
ROE (%)	43,6%	45,2%	45,0%	45,0%	46,4%
ROA (%)	32,9%	32,2%	31,8%	34,3%	37,5%
ROIC (%)	68,1%	74,8%	80,8%	85,6%	94,1%
Nợ ròng / EBITDA (x)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,9)	(0,9)
EV/EBITDA (x)	23,3	21,5	18,2	17,0	15,5
P/E (x)	33,8	30,7	28,6	26,4	24,1
P/B (x)	12,8	12,2	11,1	10,3	9,8
Cổ tức (đồng)	6.000	5.000	6.000	7.000	8.000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	3,1%	2,6%	3,1%	3,6%	4,1%

Một số thông tin khác đáng chú ý trong năm 2017 và những tháng đầu 2018 là i) VNM đã mua lại CTCP Đường Khánh Hòa (đổi tên thành Vietsugar) nhằm giúp công ty chủ động về nguyên liệu đường, ii) thỏa thuận hợp tác với CTCP Dược Hậu Giang (HSX: DHG) để phát triển các sản phẩm thực phẩm chức năng và iii) SCIC giảm tỷ lệ sở hữu tại VNM xuống còn 36% (khả năng SCIC có tiếp tục thoái vốn không vẫn chưa rõ ràng). Giai đoạn 2 của nhà máy Mega đang được tiến hành và khi hoàn tất sẽ tăng gấp đôi công suất thiết kế lên 800 triệu lít/năm từ 400 triệu lít/năm ở hiện tại. VNM hiện sở hữu 10 trang trại bò sữa với 23.395 con bò tính đến cuối năm 2017.

Trong năm 2018, chúng tôi dự báo doanh thu thuần của công ty là 55.596 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 11.020 tỷ đồng, tăng 8,9% và 7,2% n/n. Kết hợp phương pháp DCF và P/E, giá mục tiêu của chúng tôi cho cổ phiếu này là 180.111 đồng/cổ phiếu.

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ VNM	Giá hiện tại (đồng):	196.000	Giá mục tiêu (đồng):	180.111	Vốn hóa (tỷ đồng):	284.448
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2016	2017	2018F	2019F	2020F	
Doanh thu thuần	46.794	51.041	55.596	60.814	66.362	
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>16,8%</i>	<i>9,1%</i>	<i>8,9%</i>	<i>9,4%</i>	<i>9,1%</i>	
GVHB trừ khấu hao	23.268	25.507	26.650	29.423	32.064	
Chi phí bán hàng	10.759	11.537	12.566	13.746	15.000	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1.053	1.268	1.381	1.510	1.648	
Doanh thu tài chính	102	74	83	60	65	
Chi phí tài chính	56	58	59	65	71	
EBITDA	11.761	12.746	15.023	16.131	17.645	
<i>Tỷ suất EBITDA (%)</i>	<i>25,1%</i>	<i>25,0%</i>	<i>27,0%</i>	<i>26,5%</i>	<i>26,6%</i>	
Khấu hao	1.191	1.300	2.768	2.998	3.171	
Lợi nhuận từ HĐKD	10.570	11.446	12.255	13.133	14.475	
<i>Biên LN HĐKD (%)</i>	<i>22,6%</i>	<i>22,4%</i>	<i>22,0%</i>	<i>21,6%</i>	<i>21,8%</i>	
Lợi nhuận/Lỗ khác	77	3	2	2	2	
Lợi nhuận/Lỗ từ công ty LDLK	16	67	70	74	77	
Chi phí lãi vay ròng	(574)	(713)	(783)	(1.004)	(992)	
<i>Lãi suất trung bình</i>	<i>6,9%</i>	<i>7,3%</i>	<i>6,7%</i>	<i>7,4%</i>	<i>6,5%</i>	
<i>Hệ số thanh toán lãi vay (x)</i>	<i>-18,4</i>	<i>-16,0</i>	<i>-15,6</i>	<i>-13,1</i>	<i>-14,6</i>	
Thuế	1.874	1.951	2.091	2.267	2.480	
<i>Thuế suất thực tế (%)</i>	<i>16,8%</i>	<i>16,0%</i>	<i>16,0%</i>	<i>16,0%</i>	<i>16,0%</i>	
Lợi ích CĐTS	14	(17)	(19)	(20)	(22)	
Lợi nhuận ròng	9.350	10.296	11.038	11.966	13.089	
Tiền mặt đạt được	10.541	11.596	13.806	14.964	16.259	
Tổng số lượng cổ phiếu	1.451.450.000	1.451.450.000	1.451.450.000	1.451.450.000	1.451.450.000	
EPS (VND) (sau khi trừ cp quỹ)	5.797	6.386	6.847	7.422	8.118	
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
EPS hiệu chỉnh (VND)	5.797	6.386	6.847	7.422	8.118	
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)</i>	<i>19,3%</i>	<i>10,2%</i>	<i>7,2%</i>	<i>8,4%</i>	<i>9,4%</i>	

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Thay đổi vốn lưu động	297	-3.578	-202	-237	-706
Capex	1.091	2.552	1.091	1.091	1.091
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	23	61	24	25	26
Các khoản mục dòng tiền khác	-968	-5.215	-1.958	-2.319	-2.615
Dòng tiền tự do	8.162	7.345	10.935	11.766	13.233
Phát hành cp	354	(7)	(7)	(7)	(7)
Cổ tức đã trả	7.238	5.806	8.709	10.160	11.612
Thay đổi nợ ròng	-1.277	-1.532	-2.219	-1.598	-1.614
Nợ ròng cuối năm	-9.007	-10.539	-12.758	-14.357	-15.971
Vốn CSH	22.169	23.375	25.698	27.496	28.966
Giá trị sổ sách/cp (VND)	15.274	16.107	17.707	18.946	19.959
Nợ ròng / VCSH (%)	-40,6%	-45,1%	-49,6%	-52,2%	-55,1%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9
Tổng tài sản	29.379	34.667	34.770	34.971	34.827

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018F	2019F	2020F
ROE (%)	43,6%	45,2%	45,0%	45,0%	46,4%
ROA (%)	32,9%	32,2%	31,8%	34,3%	37,5%
ROIC (%)	68,1%	74,8%	80,8%	85,6%	94,1%
WACC (%)	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
EVA (%)	53,1%	59,8%	65,8%	70,6%	79,6%
P/E (x)	33,8	30,7	28,6	26,4	24,1
EV/EBITDA (x)	23,3	21,5	18,2	17,0	15,5
EV/FCF (x)	33,6	37,3	25,0	23,3	20,7
P/B (x)	12,8	12,2	11,1	10,3	9,8
P/S (x)	6,1	5,6	5,1	4,7	4,3
EV/sales (x)	5,9	5,4	4,9	4,5	4,1
PEG	2,8	3,6	3,4	3,0	2,6
Suất sinh lợi cổ tức (%)	3,1%	2,6%	3,1%	3,6%	4,1%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM
Tel: (+84 28) 3823 4159
Fax: (+84 28) 3823 5060

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3942 9395
Fax: (+84 4) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Trưởng bộ phận – Phân tích Cơ bản

Nguyễn Bình Thanh Giao

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

giaonbt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)

chiltk@acbs.com.vn

CVPT – Thép, Logistics, Nông nghiệp, Điện,

Trần Thị Hải Yến

(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)

yentran@acbs.com.vn

CVPT – Bất động sản

Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)

trucptt@acbs.com.vn

NVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Trần Nhật Trung

(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)

trungtn@acbs.com.vn

NVPT – Thép, Điện

Nguyễn Trí Cường

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

cuongnt@acbs.com.vn

NVPT – Dầu khí

Phan Việt Hưng

(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)

hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Kinh tế Vĩ mô, Thị trường Trái phiếu

Trần Vi Phúc

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

phuctv@acbs.com.vn

NVPT – Logistics, Nhựa

Trịnh Viết Hoàng Minh

(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)

minhtvh@acbs.com.vn

NVPT – Kỹ thuật

Lương Duy Phước

(+84 28) 3823 4159 (x250)

phuocld@acbs.com.vn

KHỐI KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung

(+84 28) 54 043 070

tyler@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận

GDKHĐC

Huỳnh Thị Mỹ Hạnh

(+84 28) 5404 6632

hanhhtm@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp

PTKH

Phan Hồng Diệp

(+84 28) 3823 4159 (ext: 307)

diepph@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Nguyễn Xuân Hằng

(+84 28) 3823 4160

hangnx@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Trần Thị Thanh

(+84 28) 5404 6626

thanhtt@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Lý Ngọc Dung

(+84 28) 5404 6630

dungln.hso@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

GIỮ: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn 0-15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đây.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2018). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.