

## Hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật

Tháng 5, 2018

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **198.000**

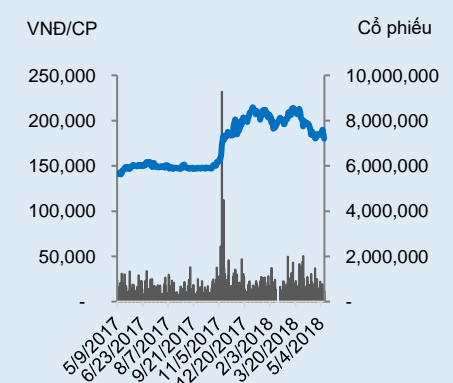
Giá thị trường (10/05/2018) 180.000

Lợi nhuận kỳ vọng +10%

## THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	140.570-214.800
Vốn hóa	261.224 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	1.451.246.749
KLGD bình quân 10 ngày	795.275
% sở hữu nước ngoài	59,5%
Room nước ngoài	100%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	0,4

## BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VNM	-14,9%	-8,6%	-9,0%	11,6%
VN-Index	3,3%	-14,1%	1,7%	19,6%

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

## Dự báo lợi nhuận 2018 chỉ tăng trưởng 5% do lo ngại giá sữa bột tăng mạnh. Tiếp tục kỳ vọng vào M&A và thoái vốn.

**Cập nhật KQKD Q1:** VNM công bố KQKD Q1 2018 kém khả quan với doanh thu thuần đạt 12.121 tỷ đồng (+0,6% yoy) và lợi nhuận sau thuế thuộc về công ty mẹ đạt 2.701 tỷ đồng (-8% yoy). Chúng tôi có một số quan sát chính như sau:

- ❖ Sản lượng trong nước ước giảm 2% yoy, thấp hơn thị trường chung nên thị phần của VNM vẫn tăng thêm khoảng 0,5% trong Q1 2018.
- ❖ Doanh thu xuất khẩu nhìn chung giảm đến 17% Tuy nhiên các thị trường xuất khẩu khác vẫn cho tín hiệu khả quan với mức tăng trưởng khoảng 15%.
- ❖ Biên gộp chung giảm còn 45,3% so với mức 48,3% trong năm Q1 2017 do hợp nhất VietSugar và biên gộp xuất khẩu giảm. Ngoài ra, chúng tôi cũng có nhận thấy giá SMP và WMP đã tăng lần lượt 18% và 12% so với đầu năm.
- ❖ Tỷ lệ SG&A trên doanh thu vẫn duy trì ở mức tốt nhờ lợi thế quy mô của VNM.

**Dự báo cả năm 2018:** Chúng tôi dự báo doanh thu thuần cả năm đạt 54.486 tỷ đồng (+7% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 10.793 tỷ đồng (+5% yoy). EPS dự phóng đạt 6.714 đồng/cp tương ứng với P/E forward 26,8 lần.

**Cổ tức 2018:** Tạm ứng cổ tức tiềm mặt đợt 1 là 2.000 đồng/cp và phát hành cổ phiếu thưởng tỷ lệ 5:1 trong quý 3 2018.

**Khuyến nghị đầu tư:** VNM vẫn là cổ phiếu Ngành hàng tiêu dùng mà chúng tôi ưa thích nhất với vị thế dẫn đầu Ngành Sữa và thương hiệu lâu năm. Xét trên triển vọng ngành vẫn khả quan và hiệu quả hoạt động cao hơn hẳn các công ty trong khu vực, chúng tôi đề ra giá mục tiêu **198.000 đồng/cp** tương ứng với P/E 29,5 lần cao hơn mức PE bình quân 25x của khu vực. Dù đã bắt đầu chuyển giao sang giai đoạn tăng trưởng chậm và ổn định hơn, BVSC vẫn cho rằng VNM còn nhiều động lực từ M&A và khả năng F&N và Jardine sẽ đấu tranh trong việc giành quyền kiểm soát VNM ở trường hợp SCIC tiếp tục thoái các lô lớn. Ở mức giá thị trường hiện tại, chúng tôi tạm đánh giá **NEUTRAL** đối với VNM và khuyến nghị nhà đầu tư theo dõi và tìm điểm tích lũy hợp lý khi thị trường tiếp tục điều chỉnh.

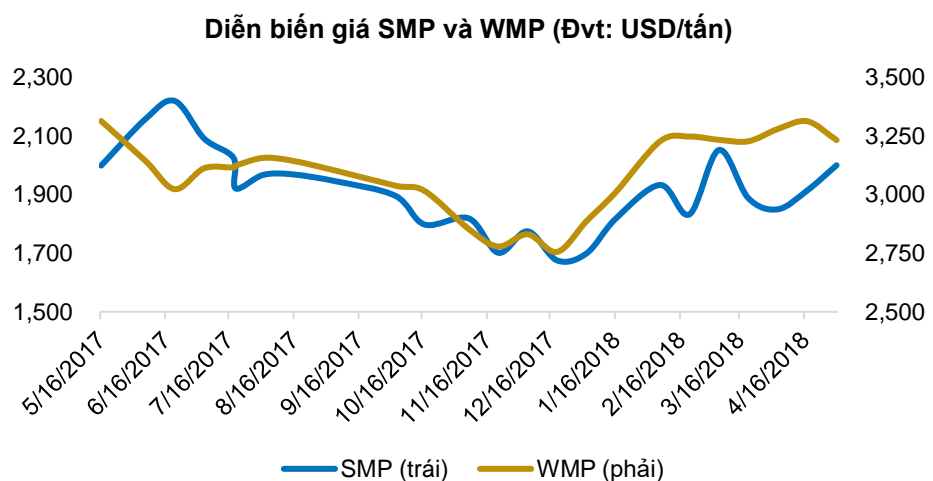
## Một số chỉ số tài chính của VNM

Chỉ số tài chính	ĐVT	2015	2016	2017	2018F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	40.080	46.794	51.041	54.486
LNST	Tỷ đồng	7.773	9.350	10.296	10.793
P/E	VND	37,0	30,9	28,3	26,9
P/B	x	10,3	11,7	10,9	10,5
ROA	%	29%	33%	32%	31%
ROE	%	38%	43%	43%	44%

## Cập nhật KQKD Q1 2018

**VNM công bố KQKD Q1 2018 kém khả quan** với doanh thu thuần đạt 12.121 tỷ đồng (+0,6% yoy) và lợi nhuận sau thuế thuộc về công ty mẹ đạt 2.701 tỷ đồng (-8% yoy). Chúng tôi có một số quan sát chính như sau:

- ❖ **Sản lượng trong nước ước giảm 2% yoy** do thời tiết lạnh kéo dài bất thường trong Q1 khiến cho nhu cầu các sản phẩm từ sữa giảm khoảng 6% ở khu vực thành thị và 8% ở khu vực nông thôn. **Với mức giảm thấp hơn thị trường chung thì thị phần của VNM vẫn tăng thêm khoảng 0,5% trong Q1 2018.**
- ❖ **Doanh thu xuất khẩu nhìn chung giảm đến 17%** do tình hình bất ổn tại thị trường Iraq (đang chiếm đến hơn 70% tổng doanh thu xuất khẩu của VNM). **Tuy nhiên các thị trường xuất khẩu khác vẫn cho tín hiệu khả quan với mức tăng trưởng khoảng 15%.** Điều này đang khá phù hợp với chiến lược đa dạng hoá thị trường xuất khẩu và giảm phụ thuộc vào thị trường Iraq của VNM.
- ❖ **Biên gộp chung giảm còn 45,3% so với mức 48,3% trong năm Q1 2017.** Chúng tôi quan sát thấy có một số nguyên nhân chính như sau: (i) biên gộp nội địa vẫn ở định ở mức 47,4% - tương đương với cùng kỳ trong khi biên gộp chung sau khi hợp nhất giảm còn 45,3% chứng tỏ việc hợp nhất KQKD của VietSugar đã có tác động không nhỏ đến hiệu quả chung của Vinamilk trong bối cảnh giá đường đang ở mức rất thấp; (ii) biên gộp xuất khẩu cũng bị thu hẹp từ 67% còn 60%; (iii) chi phí NVL trong chi phí sản xuất tăng 19% trong khi sản lượng chung không tăng trong Q1 có thể là báo hiệu cho khả năng biên gộp chung của VNM khó có thể được cải thiện trong các quý tiếp theo nếu không tăng giá bán. Chúng tôi có nhận thấy giá SMP và WMP đã tăng lần lượt 18% và 12% so với đầu năm.



Nguồn: GlobalDairyTrade

- ❖ **Tỷ lệ SG&A trên doanh thu vẫn duy trì ở mức tốt nhờ lợi thế quy mô của VNM.** Tỷ lệ SG&A trên doanh thu đang ở mức 21,1% - tương đương với cùng kỳ và giảm mạnh so với mức 25,1% của cả năm 2017.

## Dự báo triển vọng năm 2018

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần cả năm đạt 54.486 tỷ đồng (+7% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 10.793 tỷ đồng (+5% yoy). **EPS dự phóng đạt 6.714 đồng/cp tương ứng với P/E forward 26,8 lần.** Các giả định chính như sau:

- ❖ Doanh thu nội địa tăng trưởng 7%, bằng với mức dự báo tăng trưởng chung của thị trường. Chúng tôi cho rằng thấp điểm trong Q1 năm nay chỉ mang yếu tố tạm thời và sản lượng tiêu thụ sẽ được cải thiện hơn trong các quý còn lại trong năm.
- ❖ Doanh thu xuất khẩu giả định giảm 15% do lo ngại về thị trường Iraq.
- ❖ Biên gộp ước tính mức 45,3% so với mức 47,5% trong năm 2017 do quan ngại về chi phí sữa bột tăng. Giả định này tương ứng với giá SMP 2.000USD/tấn và WMP 2.900-3.000USD/tấn trong khi giá sữa thu mua trong nước tiếp tục được giữ nguyên.
- ❖ Tỷ lệ SG&A trên doanh thu thận trọng giả định ở mức 23%, cao hơn mức Q1 là 21,1%.

## Một góc nhìn khác về tiềm năng của Vinamilk

**Ngành Sữa trong nước vẫn là yếu tố tăng trưởng cốt lõi.** Với dân số trẻ, tốc độ đô thị hoá cao, thu nhập bình quân trên đầu người và tiêu thụ sữa bình quân đầu người còn thấp, chúng tôi vẫn đánh giá khả quan Ngành Sữa Việt Nam tương quan với khu vực và tiếp tục bám theo dự báo ngành tăng trưởng kép từ 7-9% trong 5 năm tới. Tuy nhiên, với thị phần lớn nhất và đã đứng đầu đa số các phân khúc, chúng tôi chỉ kỳ vọng VNM tăng trưởng bằng với mức bình quân chung của ngành. **Nói cách khác, chúng tôi cho rằng VNM sẽ bước vào giai đoạn tăng trưởng chậm và ổn định hơn trong thời gian tới.**

**Hoạt động M&A có thể tạo ra động lực tăng trưởng mới.** Trong chiến lược phát triển 5 năm 2017-2021, VNM có đề cập rõ định hướng tăng cường M&A tại các nước trong khu vực để tăng cường năng lực sản xuất và cung cấp nguồn nguyên liệu. Với nguồn tiền mặt gần 10.000 tỷ đồng vào cuối Q1 2018 và khả năng tạo ra dòng tiền từ HĐKD dương hơn 10.000 tỷ đồng mỗi năm trong khi tổng đầu tư dự kiến trong cả giai đoạn 2017-2021 chỉ ở mức 17.000 tỷ đồng, chúng tôi cho rằng VNM đang có rất nhiều nguồn lực để đẩy mạnh hoạt động M&A nếu cần thiết. Thực tế công ty đã mua lại 65% CTCP Đường Khánh Hoà trong năm ngoái cho thấy VNM ngày càng chú tâm đến hoạt động M&A.

**Cuộc chạy đua giữa nhóm cổ đông F&N và Jardine cũng là một điểm nhấn rất quan trọng.** Hiện F&N và Jardine đều đang là cổ đông lớn của VNM với tỷ lệ sở hữu lần lượt là 19,5% và 10%. Chúng tôi nghĩ có cơ sở để cho rằng 2 cổ đông này rất quan tâm phần nắm giữ còn lại của SCIC (36%). Nếu SCIC thoái vốn thì bên nào mua được sẽ tiến rất gần đến việc nắm quyền kiểm soát VNM. Ở những trường hợp như vậy thì mức giá thoái vốn có thể sẽ đạt được mức rất cao tương tự như trường hợp của Sabeco. Mới gần đây nhóm Jardine cũng đăng ký mua thêm 14,5 triệu cổ phiếu VNM để nâng sở hữu lên hơn 11%.

## Khuyến nghị đầu tư

VNM vẫn là cổ phiếu Ngành hàng tiêu dùng mà chúng tôi ưa thích nhất với vị thế dẫn đầu Ngành Sữa và thương hiệu lâu năm. Xét trên triển vọng ngành vẫn khả quan và hiệu quả hoạt động cao hơn hẳn các công ty trong khu vực, chúng tôi đề ra giá mục tiêu **198.000 đồng/cp** tương ứng với P/E 29,5 lần cao hơn mức bình quân 25. Dù đã bắt đầu chuyển giao sang giai đoạn tăng trưởng chậm và ổn định hơn, BVSC vẫn cho rằng VNM còn nhiều động lực từ M&A và khả năng F&N và Jardine sẽ đấu tranh trong việc giành quyền kiểm soát VNM ở trường hợp SCIC tiếp tục thoái các lô lớn. Ở mức giá thị trường hiện tại, chúng tôi tạm đánh giá **NEUTRAL** đối với VNM và khuyến nghị nhà đầu tư theo dõi và tìm điểm tích lũy hợp lý khi thị trường tiếp tục điều chỉnh.

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Doanh thu	35.072	40.080	46.794	51.041
Giá vốn	23.680	23.818	24.459	26.807
Lợi nhuận gộp	11.392	16.262	22.336	24.234
Doanh thu tài chính	574	649	723	816
Chi phí tài chính	82	163	102	87
Lợi nhuận sau thuế	6.069	7.773	9.350	10.296

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	1.528	1.359	655	963
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.989	2.202	2.191	3.614
Hàng tồn kho	3.555	3.810	4.522	4.021
Tài sản cố định hữu hình	7.548	7.795	7.916	10.291
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	671	940	614	555
<b>Tổng tài sản</b>	<b>25.770</b>	<b>27.478</b>	<b>29.379</b>	<b>34.667</b>
Nợ ngắn hạn	5.453	6.004	6.457	10.196
Nợ dài hạn	517	550	515	599
Vốn chủ sở hữu	19.680	20.924	22.406	23.873
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>25.770</b>	<b>27.478</b>	<b>29.379</b>	<b>34.667</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	13,3%	14,3%	16,8%	9,1%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-7,1%	28,1%	20,3%	10,1%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	32,5%	40,6%	47,7%	47,5%
Lợi nhuận thuần biên (%)	17,3%	19,4%	20,0%	20,2%
ROA (%)	25,0%	29,2%	32,9%	32,2%
ROE (%)	32,6%	38,3%	43,2%	44,5%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,23	0,24	0,24	0,31
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0,30	0,31	0,31	0,45
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	6.065	6.474	6.442	7.093
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	19.668	17.427	15.437	16.448

## 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

lethanhhua@baoviet.com.vn

**Trương Sỹ Phú**

Ô tô & Phụ tùng, Dệt may

truongsyphu@baoviet.com.vn

**Hà Thị Thu Hằng**

Dược

hathithuhang@baoviet.com.vn

**Thái Anh Hào**

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

#### Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

**Nguyễn Xuân Bình**

Phó Giám đốc khối

[nguyentuanbinh@baoviet.com.vn](mailto:nguyentuanbinh@baoviet.com.vn)

**Bạch Ngọc Thắng**

Kinh tế trưởng

[bachngocthang@baoviet.com.vn](mailto:bachngocthang@baoviet.com.vn)

**Trần Hải Yến**

Chuyên viên vĩ mô

[tranhaiyen@baoviet.com.vn](mailto:tranhaiyen@baoviet.com.vn)

**Trần Đức Anh**

Chiến lược thị trường

[tranducanh@baoviet.com.vn](mailto:tranducanh@baoviet.com.vn)

**Trần Xuân Bách**

Phân tích kỹ thuật

[tranxuanbach@baoviet.com.vn](mailto:tranxuanbach@baoviet.com.vn)



## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, 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