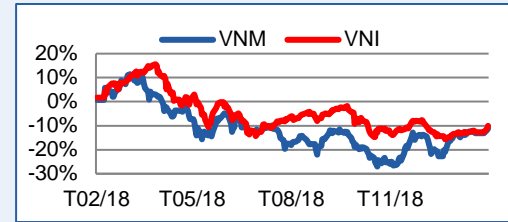


Ngành:	Sữa		2018	2019F	2020F	2021F
Ngày báo cáo:	12/02/2019	Tăng trưởng DT	3,0%	6,9%	6,6%	6,6%
Giá hiện tại:	138.000 VND	Tăng trưởng EPS	-0,7%	4,9%	7,8%	7,5%
Giá mục tiêu:	113.700 VND	Biên LN gộp	46,8%	46,4%	46,5%	46,6%
Giá mục tiêu trước đây:	121.100 VND	Biên LN ròng	19,5%	19,1%	19,3%	19,5%
TL tăng:	-17,6%	EV/EBITDA	18,1x	16,7x	15,4x	14,2x
Lợi suất cổ tức:	+3,2%	Giá CP/Dòng tiền HD	26,9x	19,3x	18,4x	16,9x
Tổng mức sinh lời:	-14,4%	P/E	26,1x	24,9x	23,1x	21,5x



			VNM	Peers*	VNI
GT vốn hóa:	10,3 tỷ USD				
Room KN:	4,1 tỷ USD	P/E (trượt)	26,1x	23,0x	15,7x
GTGD/ngày (30n):	3,9 triệu USD	P/B (hiện tại)	9,8x	2,7x	2,4x
Cổ phần Nhà nước:	36%	Nợ ròng/CSH	-34,0%	-26,4%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành	1.741,7	ROE	41,6%	14,7%	15,5%
Pha loãng	1,741,7	ROA	28,3%	9,9%	2,5%
PEG 3 năm	3,9				

Tổng quan công ty

Vinamilk là công ty sữa lớn nhất Việt Nam với thị phần khoảng 59%. Với trên 40 năm kinh nghiệm, Vinamilk đã xây dựng được thương hiệu lớn với danh mục sản phẩm gồm sữa nước, sữa bột, sữa chua, sữa đặc và các loại thức uống khác.

Nguyễn Thị Anh Đào
Chuyên viên Cao cấp

Đặng Văn Pháp
Trưởng phòng Cao cấp

Doanh thu phục hồi phần nào một phần bị bù đắp bởi giá nguyên liệu tăng trong 2019

- Chúng tôi hạ khuyến nghị dành cho CTCP Sữa Việt Nam (VNM) từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG xuống KÉM KHẢ QUAN với giá mục tiêu được điều chỉnh giảm 6% dự báo LNST 2019-2023 điều chỉnh giảm 3%-7% với dự báo giá bột sữa và chi phí bán hàng cao hơn.
- VNM hiện đang hưởng lợi chính từ tăng trưởng tiêu thụ sữa tại Việt Nam. Tuy nhiên, PER 2018 ở mức 26,1 lần tỏ ra cao so với tốc độ tăng trưởng kép LNST hàng năm dự báo cho 2018-2021 là 7% và trung vị các công ty khác cùng ngành trong khu vực là 23 lần.
- Chúng tôi dự báo doanh thu từ mảng sữa trong nước tăng trưởng 8% năm 2019 sau khi giảm 2% năm 2018 nhờ tiêu thụ sữa trong nước phục hồi và dự báo VNM sẽ tăng thêm 1 điểm % về thị phần.
- Vì giá bột sữa tách béo và nguyên kem trong thời gian qua tăng mạnh, chúng tôi thận trọng dự báo giá sữa đầu vào 2019 sẽ tăng 3% so với năm 2018 thay vì đi ngang như đã dự báo trước đây.
- Chúng tôi dự báo tỷ lệ chi phí bán hàng / doanh thu sẽ giảm nhẹ nhờ lợi thế về quy mô của VNM, qua đó bù đắp việc biên lợi nhuận gộp mảng sữa giảm. Vì vậy, chúng tôi dự báo LNST 2019 sẽ tăng 5% so với năm 2018.
- Rủi ro đối với dự báo của VCSC: nhu cầu sữa trong nước phục hồi chậm hơn so với dự báo, khả năng mất thị phần do cạnh tranh từ các đối thủ nhỏ.

VNM tiếp tục dẫn đầu ngành sữa đang phát triển tại Việt Nam. Trên cơ sở kết quả của VNM và GTN (Mộc Châu Milk), thị trường sữa Việt Nam dường như đã phục hồi, dù còn chậm, trong Quý 4/2018. Chúng tôi dự báo tình hình này sẽ duy trì sang năm 2019 với thu nhập người tiêu dùng khả quan dù El Nino, nếu xảy ra, sẽ có thể ảnh hưởng đến thu nhập tại nông thôn. Trong khi đó, thị phần của VNM tăng thêm 0.9 điểm % trong năm 2018, đạt khoảng 59%. Đối với giai đoạn 2018-2021, chúng tôi dự báo doanh thu mảng sữa từ thị trường trong nước của công ty sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm 7,4% với sản lượng toàn ngành tăng 3,5%-4%/năm, thị phần tăng thêm 1 điểm %/năm và tăng trưởng tự thân cho giá bán trung bình đạt 2%-3%/năm nhờ người tiêu dùng chuyển sang các sản phẩm cao cấp hơn.

Chúng tôi dự báo xuất khẩu sẽ tăng trưởng thấp do VNM còn phụ thuộc vào thị trường Iraq trong khi các thị trường mới trong trung hạn sẽ không mang lại đóng góp đáng kể. VNM cho biết Myanmar và Trung Quốc sẽ là các thị trường tiềm năng để công ty mở rộng đến. Chúng tôi đặt nhiều kỳ vọng hơn vào thị trường Myanmar vì thị trường này vẫn ở giai đoạn chưa phát triển

tương tự như Campuchia, là nơi VNM đã có chỗ đứng vững chắc. Trong khi đó, chúng tôi có quan điểm thận trọng về cạnh tranh tại thị trường Trung Quốc. Vì Myanmar khó có thể đóng góp đáng kể trong trung hạn, chúng tôi dự báo xuất khẩu giai đoạn 2018-2021 sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm 4%.

Giá sữa bột gầy và sữa bột nguyên kem tăng trong thời gian qua khiến chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo biên lợi nhuận gộp mảng sữa trong nước. Giá sữa bột gầy và nguyên kem trong 5 phiên đấu giá vừa qua đã tăng mạnh lần lượt 29% và 16%. Điều này trái với dự báo chung là giảm nhẹ vì thị trường nhiều khả năng đã phản ánh đợt hạn hán tại New Zealand trong các tuần qua, có thể ảnh hưởng đến sản lượng sữa. Vì vậy, tuy ban lãnh đạo dự báo biên LN gộp sẽ ổn định, chúng tôi thận trọng dự báo chi phí bột sữa sẽ tăng 3% trong năm 2019, khiến biên LN gộp mảng sữa trong nước giảm 50 điểm cơ bản xuống 47,8%. Ban lãnh đạo cho biết đến nay, VNM đã chốt giá bột sữa đầu vào đến tháng 05-06/2019.

Báo cáo Tài chính

KQLN (triệu USD)					BẢNG CĐKT (triệu USD)				
	2018	2019F	2020F	2021F		2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu	52.562	56.204	59.938	63.896	Tiền và tương đương	1.523	2.763	4.132	6.398
Giá vốn hàng bán	-27.951	-30.125	-32.066	-34.119	Đầu tư TC ngắn hạn	8.674	9.102	9.102	9.102
Lợi nhuận gộp	24.611	26.079	27.873	29.777	Các khoản phải thu	3.380	3.542	3.613	3.501
Chi phí bán hàng	-12.266	-12.913	-13.685	-14.499	Hàng tồn kho	5.526	4.952	5.183	5.422
Chi phí quản lí DN	-1.133	-1.203	-1.276	-1.350	TS ngắn hạn khác	1.457	1.457	1.457	1.457
LN thuần HĐKD	11.212	11.964	12.913	13.928	Tổng TS ngắn hạn	20.560	21.815	23.487	25.879
Doanh thu tài chính	760	769	886	982	TS dài hạn (gộp)	24.444	27.744	30.764	33.283
Chi phí tài chính	-118	-119	-119	-119	- Khấu hao lũy kế	-10.120	-12.015	-14.156	-16.505
Trong đó, chi phí lãi vay	-51	-63	-63	-63	TS dài hạn (ròng)	14.324	15.729	16.608	16.778
Lợi nhuận từ công ty LDLC	22	22	22	22	Đầu tư TC dài hạn	1.069	570	570	570
Lợi nhuận/(chi phí) khác	175	147	157	168	TS dài hạn khác	1.414	1.414	1.414	1.414
LNTT	12.052	12.784	13.859	14.981	Tổng TS dài hạn	16.806	17.712	18.591	18.762
Thuế TNDN	-1.846	-1.981	-2.218	-2.472	Tổng Tài sản	37.366	39.528	42.078	44.641
LNST trước CĐTS	10.206	10.802	11.642	12.509	Phải trả ngắn hạn	3.991	4.048	4.424	4.707
Lợi ích CĐ thiểu số	22	-75	-75	-75	Nợ ngắn hạn	1.060	1.060	1.060	1.060
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	10.227	10.727	11.567	12.434	Nợ ngắn hạn khác	5.589	5.976	6.373	6.794
LN ròng sau CĐTS, cốt lõi	10.227	10.727	11.567	12.434	Tổng nợ ngắn hạn	10.640	11.084	11.857	12.560
EBITDA	12.839	13.859	15.053	16.277	Nợ dài hạn	216	216	216	216
EPS báo cáo, VND	5.285	5.543	5.977	6.425	Nợ dài hạn khác	239	239	239	239
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	5.285	5.543	5.977	6.425	Tổng nợ	11.095	11.539	12.312	13.015
EPS pha loãng, VND	5.285	5.543	5.977	6.425	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS, VND	4.400	4.600	5.000	5.400	Vốn cổ phần	17.417	17.417	17.417	17.417
DPS/EPS (%)	83%	83%	84%	84%	Thặng dư vốn CP	0	0	0	0
(1) Không tính lợi nhuận bất thường					Lợi nhuận giữ lại	7.155	7.725	8.270	8.812
TỶ LỆ	2018	2019F	2020F	2021F	Vốn khác	1.208	2.281	3.438	4.681
Tăng trưởng					Lợi ích CĐTS	490	565	641	716
Tăng trưởng doanh thu	3,0%	6,9%	6,6%	6,6%	Vốn chủ sở hữu	26.271	27.989	29.765	31.626
Tăng trưởng LN HĐKD	-1,9%	6,7%	7,9%	7,9%	Tổng cộng nguồn vốn	37.366	39.528	42.078	44.641
Tăng trưởng LNTT	-1,4%	6,1%	8,4%	8,1%	CP lưu hành cuối năm (triệu)	1.741,7	1.741,7	1.741,7	1.741,7
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-0,7%	4,9%	7,8%	7,5%	CP quỹ cuối năm (triệu)	0,1	0,1	0,1	0,1
Khả năng sinh lời					LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (triệu USD)	2018	2019F	2020F	2021F
Biên LN gộp %	46,8%	46,4%	46,5%	46,6%	Tiền đầu năm	963	1.523	2.763	4.132
Biên LN từ HĐ %	21,3%	21,3%	21,5%	21,8%	Lợi nhuận sau thuế	10.227	10.727	11.567	12.434
Biên EBITDA	24,4%	24,7%	25,1%	25,5%	Khấu hao	1.627	1.896	2.141	2.349
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	19,5%	19,1%	19,3%	19,5%	Thay đổi vốn lưu động	-1.929	856	471	576
ROE %	41,6%	40,3%	40,9%	41,4%	Điều chỉnh khác	0	-998	-1.082	-1.168
ROA %	28,3%	28,1%	28,5%	28,9%	Tiền từ hoạt động KD	8.922	12.482	13.097	14.191
Chi số hiệu quả vận hành					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-3.091	-3.301	-3.019	-2.519
Số ngày tồn kho	62,3	63,5	57,7	56,7	Đầu tư, ròng	1.264	71	0	0
Số ngày phải thu	24,3	22,5	21,8	20,3	Tiền từ HĐ đầu tư	-1.828	-3.229	-3.019	-2.519
Số ngày phải trả	49,3	49,6	47,9	48,5	Cổ tức đã trả	-7.256	-8.012	-8.709	-9.405
TG luân chuyển tiền	37,3	36,3	31,6	28,5	Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-59	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	1,9	2,0	2,0	2,1	Tăng (giảm) nợ dài hạn	792	0	0	0
CS thanh toán nhanh	1,3	1,4	1,4	1,5	Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	1,0	1,1	1,1	1,2	Tiền từ hoạt động TC	-6.535	-8.012	-8.709	-9.405
Nợ/Tài sản	3,4%	3,2%	3,0%	2,9%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	559	1.240	1.369	2.266
Nợ/Vốn sử dụng	4,6%	4,4%	4,1%	3,9%	Tiền cuối năm	1.523	2.763	4.132	6.398
Nợ/Vốn CSH	-34,0%	-37,8%	-40,2%	-45,0%					
Khả năng thanh toán lãi vay	218,1	190,5	205,6	221,8					

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thị Anh Đào, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng và Chứng khoán

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Tống Nguyễn Tiến Sơn, Chuyên viên, ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên, ext 129

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên, ext 173
- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huỳnh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.