

## Hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật

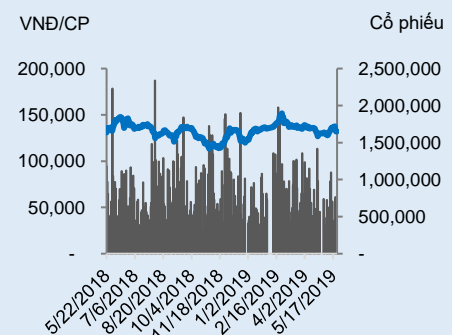
Tháng 5, 2019

Khuyến nghị	<b>NEUTRAL</b>
Giá kỳ vọng (VND)	<b>122.410</b>
Giá thị trường (23/5/2019)	132.100
Lợi nhuận kỳ vọng	-7,3%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	127.000-151.600
Vốn hóa	230.038 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	1.741.391.685
KLGD bình quân 10 ngày	619.386
% sở hữu nước ngoài	59%
Room nước ngoài	100%
Giá trị cổ tức/cổ phần	4.500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,4%
Beta	0,6

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VNM	6,5%	4,0%	-12,9%	10,9%
VN-Index	10,2%	1,5%	-1,2%	6,3%

Chuyên viên phân tích

**Trương Sỹ Phú**

(84 28) 3914 6888 ext 258

truongsyphu@baoviet.com.vn

## Đi tìm lời giải cho bài toán tăng trưởng dài hạn

**Doanh thu nội địa tăng trở lại trong Q1 2019.** Trong 3 tháng đầu năm 2019, VNM đạt doanh thu thuần hợp nhất 13.189 tỷ đồng (+8,8% yoy) và lợi nhuận sau thuế 2.791 tỷ đồng (+3,3% yoy). Điểm nhấn chính là doanh thu nội địa tăng trưởng trở lại 8% yoy trong khi doanh thu nước ngoài tăng 15% yoy, chủ yếu nhờ Angkor và Driftwood tăng 24% yoy. Như vậy, công ty đã hoàn thành lần lượt là 23% kế hoạch doanh thu và 27% kế hoạch lợi nhuận năm

**Lợi nhuận cả năm 2019 khó có sự bức phá.** BVSC dự báo doanh thu thuần cả năm đạt 56.502 tỷ đồng (+7,5% yoy) và lợi nhuận sau thuế 10.441 tỷ đồng (+2,3% yoy). **EPS 2019 ước tính là 5.395 đồng/cp tương ứng với P/E dự phóng 24,5 lần.** Trong đó giả định chính bao gồm: (i) doanh thu nội địa tăng 8,1% yoy; (ii) doanh thu nước ngoài tăng 6,4% yoy; (iii) chi phí sữa bột tăng bình quân 7-8% khiến biên lợi nhuận gộp chung giảm 0,6% còn 46,1%; (iv) thuế TNDN bình quân tăng từ 15,6% lên 16,5%.

**Giá WMP và SMP có thể sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao.** Theo báo cáo của Rabobank, trong Q1 2019 nguồn cung sữa của 7 khu vực sản xuất lớn nhất tiếp tục tăng chậm do thời tiết kém thuận lợi trong khi nhu cầu nhập khẩu từ Trung Quốc tăng trưởng 2 chữ số đã tạo áp lực đẩy giá WMP và SMP nói chung. Có thể tình hình này được cho là sẽ kéo dài đến hết năm 2019 trước khi cải thiện hơn trong 2020. Tính từ đầu năm, cả WMP và SMP đều đã tăng hơn 15%.

**Tìm lời giải đáp cho bài toán tăng trưởng dài hạn.** VNM đã đứng đầu ngành với thị phần nói chung lên đến 60% nên việc duy trì tăng trưởng cao như giai đoạn trước đây là điều rất khó. Do đó, VNM đã và sẽ tiếp tục cân nhắc các giải pháp về M&A và xuất khẩu để hỗ trợ tăng trưởng. Việc chào mua công khai GTN được xem là những bước đầu trong việc tiếp tục củng cố vị thế của VNM tại thị trường trong nước. Tuy nhiên, đóng góp của GTN vào KQKD chung của VNM sẽ chưa đáng kể.

**Khuyến nghị đầu tư:** BVSC vẫn xem VNM là một doanh nghiệp rất tốt, một viên ngọc sáng với sự kết hợp giữa quản trị doanh nghiệp minh bạch, năng lực kinh doanh – cạnh tranh cốt lõi mạnh và tầm nhìn chiến lược bền vững. Tuy nhiên, VNM dường như đã bước vào giai đoạn mới với tăng trưởng vừa phải và ổn định hơn khi mà vị thế tại thị trường nội địa của công ty đã rất lớn trong khi việc tấn công ra thị trường nước ngoài không phải là điều đơn giản và có thể mang lại tăng trưởng cao trong ngắn hạn. Chúng tôi cho rằng với kỳ vọng lợi nhuận tăng trưởng 5-7%/năm so với mức P/E dự phóng 2019 24,5 lần thì cổ phiếu VNM không còn hấp dẫn. BVSC khuyến nghị **NEUTRAL** đối với VNM với mức giá mục tiêu **122.410 đồng/cp**.

## Doanh thu nội địa tăng trở lại trong Q1 2019

Trong 3 tháng đầu năm 2019, VNM đạt doanh thu thuần hợp nhất 13.189 tỷ đồng (+8,8% yoy) và lợi nhuận sau thuế 2.791 tỷ đồng (+3,3% yoy). Như vậy, công ty đã hoàn thành lần lượt là 23% kế hoạch doanh thu và 27% kế hoạch lợi nhuận năm. BVSC điểm lại một số chi tiết chính về KQKD Q1 2019 của VNM như sau:

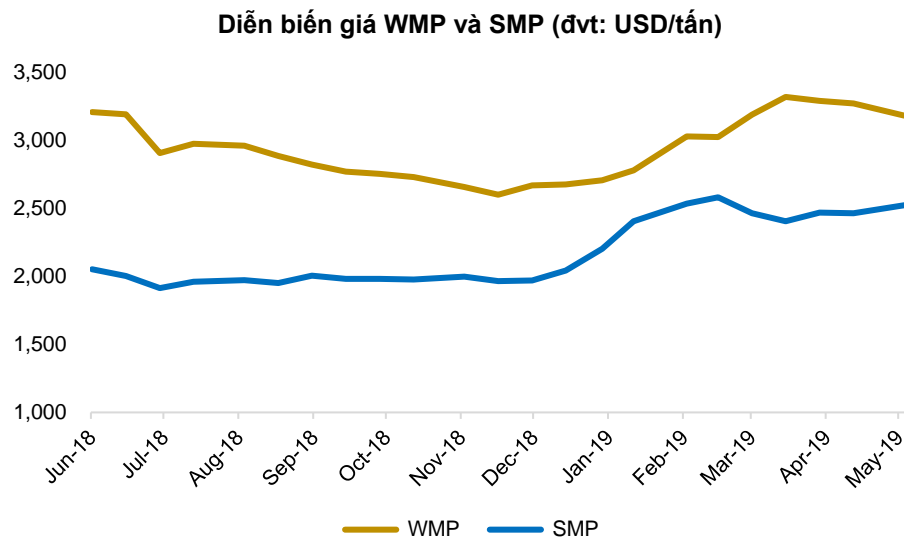
- ❖ **Doanh thu nội địa tăng trưởng gần 8% yoy** chủ yếu là nhờ tiêu thụ sữa chung toàn thị trường hồi phục và VNM cải thiện thị phần trong Q1 2019. Phần doanh thu đường nhìn chung đóng góp không đáng kể, ước tính khoảng dưới 4% doanh thu nội địa.
- ❖ **Doanh thu nước ngoài cũng tăng khả quan hơn 15% yoy.** Nổi bật nhất là doanh thu chung của Angkor và Driftwood (sau khi trừ doanh thu xuất khẩu hợp nhất và báo cáo riêng) tăng 24% yoy. Xuất khẩu ở công ty mẹ hồi phục nhẹ 5% yoy so với mức thấp của Q1 2018 (cùng kỳ giảm 17%).
- ❖ **Biên lợi nhuận gộp cải thiện 1,4% lên 46,7% trong Q1 2019:** (i) biên gộp nội địa tăng 1,6% chủ yếu nhờ cải thiện hiệu quả hoạt động ở các trang trại VNM, ngoài ra biên gộp cùng kỳ Q1 2018 cũng là mức tương đối thấp so với bình quân cả năm; (ii) biên gộp xuất khẩu (công ty mẹ) nhìn chung ổn định trong khi biên gộp của Angkor và Driftwood tăng thêm 2,3% lên mức gần 30%.
- ❖ **Chi phí SG&A tăng 15,2% yoy** chủ yếu do chi phí quảng cáo, khuyến mãi và hỗ trợ bán hàng tăng gần 18% yoy. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng mức tăng trong Q1 2019 sẽ không kéo dài trong cả năm do tổng SG&A trong Q1 2018 nhìn chung được hạch toán ở mức thấp trước khi tăng mạnh lên trong 3 quý kế tiếp.
- ❖ **Lợi nhuận khác giảm 62 tỷ đồng so với cùng kỳ** chủ yếu do Q1 năm nay không ghi nhận các khoản hỗ trợ từ nhà cung cấp (cùng kỳ lên đến 52 tỷ đồng).

## Triển vọng 2019: Lợi nhuận dự báo khó có sự bứt phá do chi phí đầu vào và thuế suất bình quân tăng

BVSC dự báo doanh thu thuần cả năm đạt 56.502 tỷ đồng (+7,5% yoy) và lợi nhuận sau thuế 10.441 tỷ đồng (+2,3% yoy). **EPS 2019 ước tính là 5.395 đồng/cp tương ứng với P/E dự phóng 24,5 lần.** Trong đó các giả định chính như sau:

- ❖ **Doanh thu nội địa tăng 8,1% yoy**, trong đó giá bán bình quân giả định tăng 2% và sản lượng tăng 5-6% yoy.
- ❖ **Doanh thu xuất khẩu tăng 6,4% yoy**, trong đó xuất khẩu công ty mẹ tăng 3% yoy và doanh thu nhóm Angkor và Driftwood tăng 11% yoy.
- ❖ **Biên lợi nhuận gộp hợp nhất giảm 0,6% còn 46,1%** trên cơ sở ước tính chi phí sữa bột bình quân của VNM sẽ tăng khoảng 7-8% trong năm 2019. Tính đến nay, VNM chỉ mới chốt giá sữa bột cho sản xuất đến tháng 8-2019 (ước tính thời điểm chốt từ tháng 11-

2018 trở đi). Trong khi đó, chúng tôi quan sát thấy giá WMP và SMP đều đã tăng hơn 15% kể từ đầu năm. Theo báo cáo của Rabobank, tiếp nối Q4 2018 vốn đã ảm đạm, nguồn cung sữa của 7 khu vực sản xuất lớn nhất (bao gồm New Zealand, Úc, Mỹ, EU, v.v) tiếp tục tăng chậm trong Q1 2019 do thời tiết kém thuận lợi trong khi nhu cầu nhập khẩu từ Trung Quốc tăng trưởng 2 chữ số đã tạo áp lực đẩy giá WMP và SMP nói chung. Có thể tình hình này được cho là sẽ kéo dài đến hết năm 2019 trước khi cải thiện hơn trong 2020.



*Nguồn: GlobalDairyTrade*

- ❖ **Tỷ lệ SG&A trên doanh thu duy trì ở mức 23% như năm 2018.** Đây là mục tiêu mà VNM nhắm tới trong 2019 như đã chia sẻ trong cuộc họp gần nhất với nhà đầu tư vào đầu Q2 2019.
- ❖ **Thuế suất bình quân già định tăng từ 15,6% lên 16,5%** - ngang bằng với tỷ lệ trong Q1 2019, chủ yếu do ưu đãi thuế tại các nhà máy dần hết đi. Chúng tôi ước tính tỷ lệ này sẽ tăng dần về 20% đến năm 2023.

## Tìm kiếm lời giải cho bài toán tăng trưởng

BVSC cho rằng ngành sữa nói chung tăng trưởng bình quân 5%/năm trong thời gian tới. Trong khi đó, VNM đã đứng đầu ngành với thị phần nói chung lên đến 60% nên việc duy trì tăng trưởng cao như giai đoạn trước đây là điều rất khó. Do đó, VNM đã và sẽ tiếp tục cân nhắc các giải pháp về M&A, cao cấp hoá sản phẩm, đa dạng hoá đối tượng khách hàng và xuất khẩu để tiếp tục có thể mang lại tăng trưởng.

- ❖ **M&A để tăng trưởng:** Việc chào mua công khai GTN có thể được xem là một trong những bước đầu trong việc tiếp tục củng cố vị thế tại thị trường nội địa của VNM. GTN đang nắm giữ 74,5% VLC và qua đó gián tiếp sở hữu 38% tại Sữa Mộc Châu (MCM) – hiện là thương hiệu có lịch sử lâu đời và quen thuộc tại thị trường miền Bắc, đặc biệt là khu vực nông thôn.

Ngoài ra, MCM còn sở hữu đàn bò sữa hơn 23.000 con tại khu vực Mộc Châu – đây có thể là tiền đề để VNM phát triển các dòng sản phẩm sữa tươi cao cấp phục vụ cho thị trường miền Bắc và xa hơn là xuất khẩu. Tuy nhiên chúng tôi cũng nhận định rằng sau khi thương vụ thành công thì KQKD của VNM cũng sẽ chưa có những thay đổi đáng kể do lợi nhuận của GTN so với VNM là rất thấp - 8 tỷ đồng so với 10.227 tỷ đồng vào năm 2018.

- ❖ **Cao cấp hoá sản phẩm:** Những năm gần đây VNM đã đưa ra thị trường nhiều sản phẩm mới thuộc phân khúc cao cấp như sữa Organic, sữa A2, sữa chua ProBeauty, sữa chua Hy Lạp, v.v. Đây là điều mà chúng tôi đánh giá cao khi thu nhập bình quân càng cải thiện thì nhu cầu sản phẩm của người tiêu dùng sẽ càng đa dạng và những đòi hỏi sẽ càng phức tạp hơn.
- ❖ **Đa dạng hoá đối tượng khách hàng:** Đánh vào đối tượng khách hàng tuổi teen với các sản phẩm như nước uống dinh dưỡng Vinamilk Power và sữa chua Yomilk. Ngoài ra VNM cũng trải đều sản phẩm mới của mình ở các phân khúc ngoài sữa bò như nước dừa CoCo Fresh, sữa đậu nành hạt Óc Chó, nước trái cây V-Fresh, nước đóng chai Icy, v.v.
- ❖ **Xuất khẩu:** VNM cho biết sẽ tiếp tục tìm kiếm cơ hội M&A các công ty ở nước ngoài để tấn công vào các thị trường trong khu vực như Myanmar, Indonesia và Trung Quốc. Đặc biệt thời gian gần đây, việc Nghị định thư về việc xuất khẩu sữa từ Việt Nam sang Trung Quốc được ký kết đang mở cơ hội rất tốt để xuất khẩu sản phẩm sữa chính ngạch sang nước này. BVSC cho rằng Trung Quốc là một thị trường rất lớn và đang tăng trưởng nhanh, riêng trong năm 2018 nước này đã nhập khẩu hơn 10 tỷ USD sữa và các sản phẩm từ sữa.

## Khuyến nghị đầu tư

BVSC vẫn xem VNM là một doanh nghiệp rất tốt, một viên ngọc sáng với sự kết hợp giữa quản trị doanh nghiệp minh bạch, năng lực kinh doanh – cạnh tranh cốt lõi mạnh và tầm nhìn chiến lược bền vững. Tuy nhiên, VNM dường như đã bước vào giai đoạn mới với tăng trưởng vừa phải và ổn định hơn khi mà vị thế tại thị trường nội địa của công ty đã rất lớn trong khi việc tấn công ra thị trường nước ngoài không phải là điều đơn giản và có thể mang lại tăng trưởng cao trong ngắn hạn. Chúng tôi cho rằng với kỳ vọng lợi nhuận tăng trưởng 5-7%/năm so với mức P/E dự phóng 2019 24,5 lần thì cổ phiếu VNM không còn hấp dẫn. BVSC khuyến nghị **NEUTRAL** đối với VNM với mức giá mục tiêu **122.410 đồng/cp**.

## Định giá dòng tiền

Đvt: triệu VND	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>11.668.022</b>	<b>12.724.493</b>	<b>13.865.664</b>	<b>15.098.010</b>	<b>16.428.537</b>
-Thuế	2.063.183	2.384.328	2.749.960	3.163.303	3.543.869
+Khấu hao & phân bổ	1.592.158	1.714.498	1.832.737	1.949.960	2.064.606
+Thay đổi vốn lưu động	(358.229)	(272.541)	(293.311)	(315.724)	(339.915)
-Đầu tư	2.542.603	2.514.369	2.469.477	2.405.483	2.319.656
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>8.296.165</b>	<b>9.267.752</b>	<b>10.185.653</b>	<b>11.163.460</b>	<b>12.289.704</b>

Kết quả định giá	
PV của dòng tiền tự do tới hạn	163.105.719
<b>Tổng PV của dòng tiền tự do</b>	<b>204.769.921</b>
Tiền mặt & Đầu tư ngắn hạn	10.196.537
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>214.966.458</b>
Trừ: Nợ	1.275.847
Trừ: Lợi ích CĐTS	490.235
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>213.200.376</b>
Số lượng cổ phiếu (triệu)	1.742
<b>Giá trị hợp lý mỗi cổ phiếu</b>	<b>122.410</b>
PE tại giá trị hợp lý	22,7

Bảng tính WACC	
Beta	0,7
Phần bù rủi ro	8,5%
Lãi suất phi rủi ro	4,7%
Chi phí VCSH	10,7%
<b>Tỷ trọng VCSH</b>	<b>95%</b>
Chi phí nợ vay	5,4%
<b>Tỷ trọng nợ vay</b>	<b>5%</b>
Thuế TNDN	18,4%
<b>WACC</b>	<b>10,3%</b>
Tăng trưởng dài hạn	5,0%

Nguồn: BVSC ước tính

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
Doanh thu thuần	51.041	52.562	56.502	60.587
Giá vốn	26.807	27.951	30.431	32.418
Lợi nhuận gộp	24.234	24.611	26.072	28.170
Doanh thu tài chính	816	760	874	944
Chi phí tài chính	87	118	138	134
Lợi nhuận sau thuế (Công ty mẹ)	10.278	10.206	10.441	11.240

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	963	1.523	11.835	12.797
Các khoản phải thu ngắn hạn	4.592	4.639	4.987	5.348
Hàng tồn kho	4.021	5.526	6.016	6.409
Tài sản cố định hữu hình	12.356	14.019	14.482	15.429
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	555	1.069	569	569
<b>Tổng tài sản</b>	<b>34.667</b>	<b>37.366</b>	<b>39.437</b>	<b>41.966</b>
Nợ ngắn hạn	10.196	10.640	10.669	11.150
Nợ dài hạn	599	455	436	236
Vốn chủ sở hữu	24.371	26.762	28.822	31.070
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>34.667</b>	<b>37.366</b>	<b>39.437</b>	<b>41.966</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	9%	3%	7%	7%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	10%	-1%	2%	8%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	47%	47%	46%	46%
Lợi nhuận thuần biên (%)	20%	19%	18%	19%
ROA (%)	30%	27%	26%	27%
ROE (%)	42%	38%	36%	36%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	31%	30%	28%	27%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	44%	41%	39%	37%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	5.311	5.274	5.395	5.808
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	16.791	15.365	16.267	17.558

## 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

chethimaitrang@baoviet.com.vn

**Nguyễn Bình Nguyễn**

Cao su tự nhiên, Dầu Khí

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

**Phạm Lê An Thuận**

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

**Trần Đăng Mạnh**

Xây dựng

trandangmanh@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**

Điện

lethanhhhoa@baoviet.com.vn

**Trương Sỹ Phú**

Ô tô &amp; Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

**Thái Anh Hào**

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

**Ngô Trí Vinh**

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

#### Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

**Phạm Tiến Dũng**

Phó Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

**Trần Hải Yến**

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@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:**

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

### **Chi nhánh:**

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888