NẮM GIỮ

CTCP Sữa Việt Nam (HSX:VNM)

BSC

Khuyến nghị:	06/06/2018

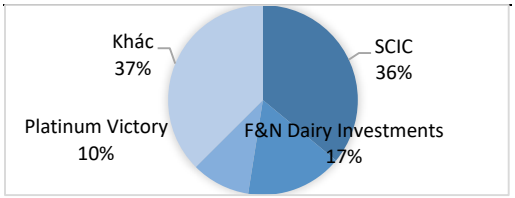
Mã Tuấn Minh Hiển (PTCB)
hien.mtm@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	**192,476**
Giá đóng cửa (05/06/2018)	**177,000**
Upside	**8.7%**

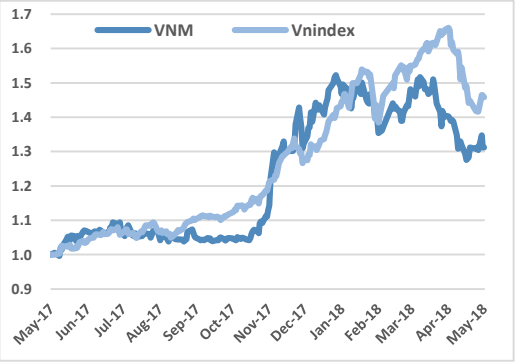
Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr CP)	**1,451**
Vốn hóa (tỷ đồng)	**239,490**
Giá cao nhất 52 tuần	**214,800**
KLGĐTB10 phiên (ng CP)	**947**
Sở hữu nước ngoài (%)	**59.79**
2017 P/E (x)	**28.0**
2017 P/B (x)	**12.0**
ROE (%)	**43**
ROA (%)	**30**

Cơ cấu cổ đông



Diễn biến giá (1 năm)



Tổng quan công ty

Vinamilk là doanh nghiệp dẫn đầu ngành sữa Việt Nam có thị phần nội địa lớn nhất 58% 2017 với lợi thế hơn 250 sản phẩm đa dạng thuộc nhiều ngành hàng khác nhau, thương hiệu uy tín hơn 40 năm được nhiều người biết đến, và hệ thống phân phối rộng khắp Việt Nam với 202 nhà phân phối, 3250 siêu thị và hơn 251000 cửa hàng bán lẻ.

Các báo cáo khác (link)

Vì Tương Lai Sữa Việt

Định giá

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu VNM dựa theo phương pháp P/E dự phóng cuối năm 2018 là 224,285 đồng với P/E 2018F của trung bình ngành là 29.0x, và phương pháp DCF là 160,667 đồng, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** với giá mục tiêu bình quân 12 tháng là **192,476** đồng/cổ phiếu (+8.7% so với giá đóng cửa 5/6/2018 177,000).

Triển vọng ngành sữa

Ngành sữa Việt Nam tiếp tục tăng trưởng 7%-9% nhưng sẽ chậm dần đà tăng tới 2021F. Ngành sữa là một trong ba ngành chiếm tỉ trọng cao 9.1% trong nhóm sản phẩm tiêu dùng nhanh (FMCG). Năm 2017, giá trị ngành sữa Việt Nam tiếp tục tăng ấn tượng đạt 105,392 tỷ đồng (+10.9% yoy). Qua đó, Bộ Công Thương dự báo tốc độ tăng trưởng tiếp tục duy trì 9%/năm tới 2021F, và mục tiêu sản lượng sữa tiêu thụ trên đầu người đạt 28 lít sữa vào năm 2020 so với 26 lít/người hiện giờ.

Điểm nhấn đầu tư

Tăng trưởng sản lượng chủ yếu nhờ vào tăng trưởng bán hàng nội địa. Doanh thu VNM 2017 tăng 8.9% yoy đạt 51,134.9 tỷ đồng , và vượt kế hoạch công ty 108.5%. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng sản lượng chủ yếu nhờ vào tăng trưởng bán hàng nội địa, động lực chính tới từ định hướng chiến lược phát triển thị trường và giá hợp lý.

Mở rộng thị phần xuất khẩu ra ngoài thế giới. Hiện nay, tỷ trọng xuất khẩu/DTT của VNM Q1/2018 chiếm 14.2%. VNM đạt mục tiêu xuất khẩu 2021 chiếm tỉ trọng 25% tương ứng tăng trưởng xuất khẩu CAGR đạt 14.39% 2017-2021F. Chúng tôi dự báo doanh thu xuất khẩu 2018F ước đạt 7,888 tỷ đồng (+5.66% yoy).

Rủi ro đầu tư

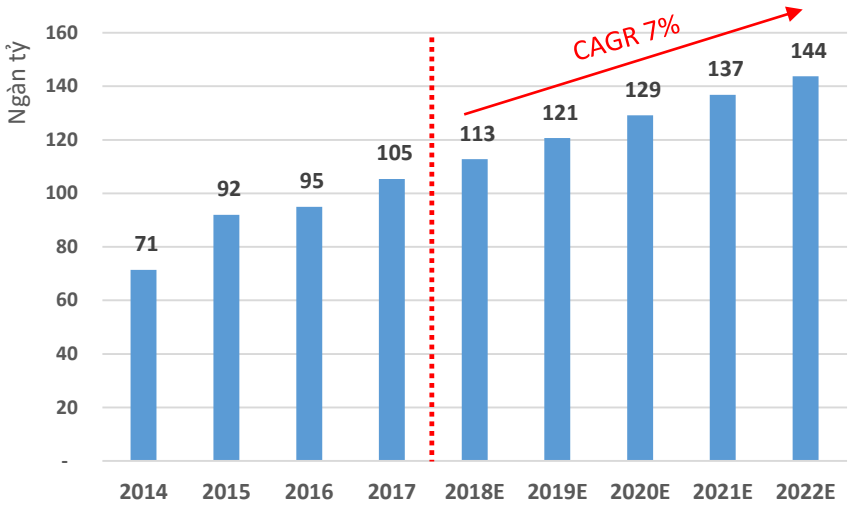
Giá sữa bột béo và bột gầy thế giới tăng trở lại trong 2018, dự báo giá hợp đồng tương lai của sữa bột WMP sẽ tiếp tục tăng $3,285/MT (+13.83% YTD), sữa bột SMP chậm đà tăng lại còn $1,927/MT (+13.42% YTD). Chúng tôi ước tính tác động ngày càng tăng của giá sữa bột sẽ làm biên lợi nhuận gộp của VNM sẽ giảm xuống 45.9% (-3.2% yoy) vào cuối năm 2018.

Triển vọng ngành sữa

Ngành sữa Việt Nam tiếp tục tăng trưởng 7%-9% nhưng sẽ chậm dần đà tăng tới 2021.

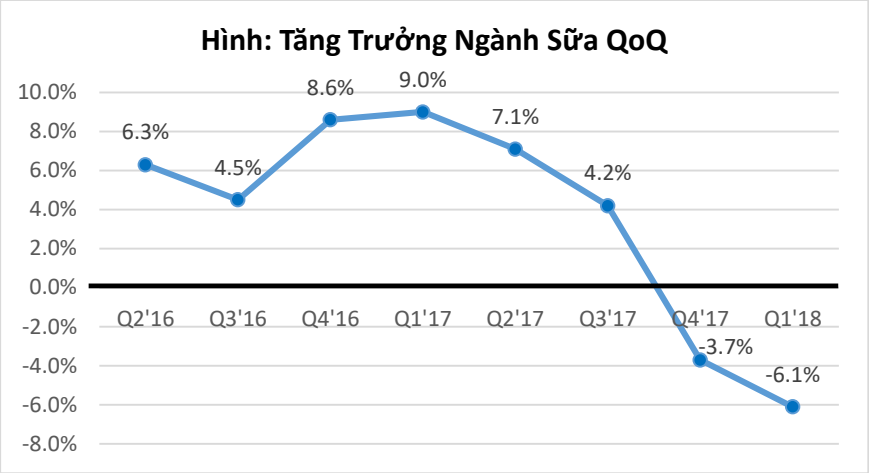
Ngành sữa là một trong ba ngành chiếm tỉ trọng cao nhất trong nhóm sản phẩm tiêu dùng nhanh (FMCG) với tỉ trọng là 9.1%. Năm 2017, giá trị ngành sữa Việt Nam tiếp tục tăng ấn tượng đạt 105,392 tỷ đồng (+10.9% yoy). Qua đó, Bộ Công Thương dự báo tốc độ tăng trưởng tiếp tục duy trì 9%/năm tới 2021, và mục tiêu sản lượng sữa tiêu thụ đạt 28 lít sữa/người vào năm 2020 so với 26 lít/người/năm hiện giờ.

Hình: Giá trị ngành sữa Việt Nam 2014-2022



Nguồn: EMI

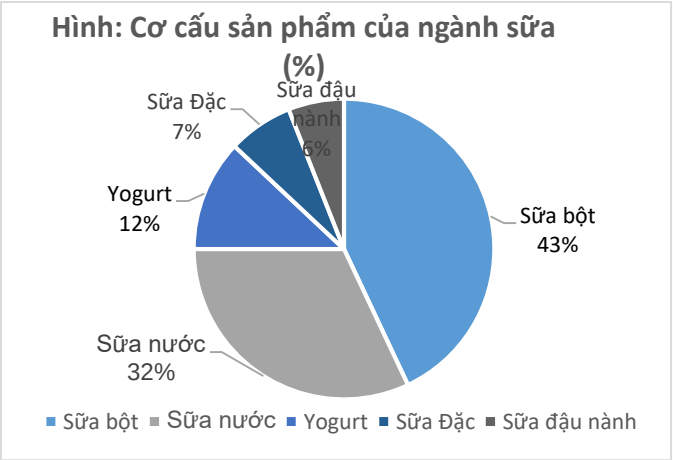
Tuy nhiên, Q1/2018, tốc độ tăng trưởng của ngành sữa Việt Nam giảm 6.1% yoy (Q1/2017 tăng 9% yoy) do yếu tố Tết 2018 hành vi tiêu dùng của người dân có xu hướng đón một cái Tết đơn giản hơn nên chi tiêu cũng giảm tương đối.



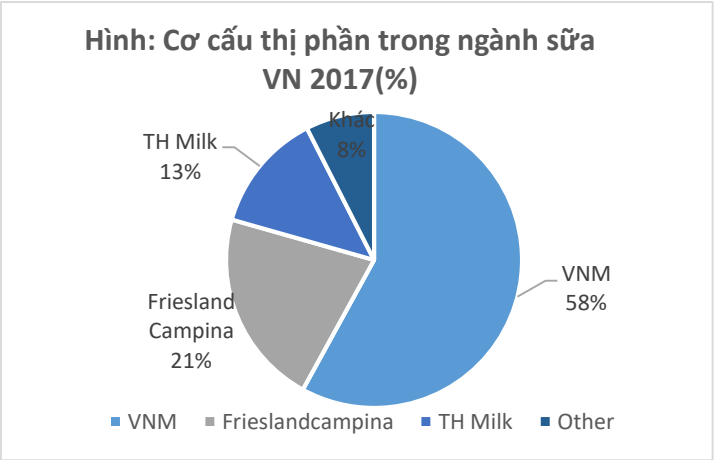
Nguồn: Nielsen

Sữa nước và sữa bột có tỉ trọng lớn nhất ngành sữa lần lượt là 32% và 43% tiếp theo là sữa chua yogurt 12% , sữa đặc 7% và cuối cùng là sữa đậu nành 6%. Trong năm 2016, sữa nước đã đạt hơn 1 tỷ lít sữa và sữa bột đạt 110.8 ngàn tấn theo báo cáo của Bộ Công Thương. CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk) vẫn giữ được danh nghiệp doanh nghiệp số một Việt nam về thị phần sữa đạt 58% năm 2017, FrieslandCampina Vietnam (21.4%), TH Food Chain 13.1%.

Nguồn: EMI.



Nguồn: VNM, EMI, Stoxplus.



Chúng tôi cho rằng ngành sữa sẽ tiếp tục tăng trưởng nhưng chậm lại trong biên độ 7%-9% CAGR tới 2021 vì những nguyên nhân tốc độ tăng trưởng sản lượng (CAGR 2016-2021) sữa nước ước tính 7.2%, sữa bột giảm -2.7%, các sản phẩm khác 10.1% do yếu tố tốc độ tăng chậm dần lại của dân số của Việt Nam đã qua khỏi giai đoạn dân số vàng nên cơ cấu dân số độ tuổi 0 - 14 tuổi giảm dần (sữa là nguồn thực phẩm quan trọng cho sự phát triển của trẻ trong độ tuổi này).

Điểm nhấn đầu tư

Hành vi tiêu dung người Việt luôn trong trạng thái di chuyển. Đó là lý do vì sao kênh tiện lợi tăng trưởng trong thời gian gần đây. Thị trường Thái Lan, có nhiều điểm tương đồng với Việt Nam, hệ thống kênh bán hàng tiện lợi đã vượt qua cả siêu thị.

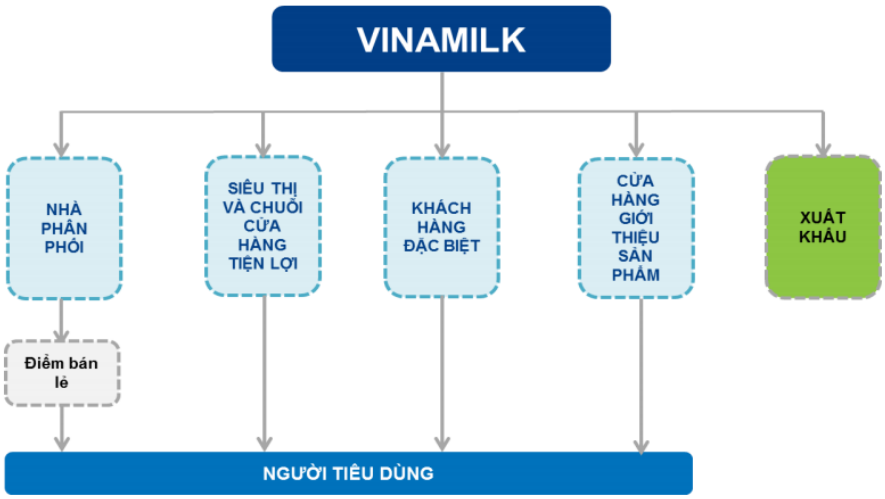
Nguồn: Nielsen

VINAMILK TĂNG TRƯỞNG SẢN LƯỢNG ĐƯỢC CỦNG CỐ BỞI HOẠT ĐỘNG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG MẠNH MẼ

Tăng trưởng sản lượng chủ yếu nhờ vào tăng trưởng bán hàng nội địa.

Doanh thu 2017 đạt 51,134.9 tỷ đồng tăng 8.9% yoy, và vượt kế hoạch công ty 108.5%. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng sản lượng chủ yếu nhờ vào tăng trưởng bán hàng nội địa, động lực chính tới từ định hướng chiến lược phát triển thị trường hợp lý: **(1) Mở rộng chuỗi hệ thống phân phối**, năm 2017 số điểm bán lẻ tăng 36000 cửa hàng (+17% yoy), +1641 siêu thị (+102% yoy), + 218 cửa hàng showroom "Giấc mơ sữa Việt" (+109% yoy). Hiện tại, VNM đã có hơn 418 cửa hàng showrooms ở TPHCM và Hà Nội, mục tiêu cho năm 2018 là mở được 500 cửa hàng và chiến lược 5 năm là 1000 cửa hàng. Chúng tôi đánh giá hiện tại hệ thống cửa hàng có chi phí đầu tư không cao chủ yếu là tiền thuê và có thời gian hoàn vốn là 2 - 4 năm.

Hình: Hệ thống phân phối



Nguồn: VNM

(2). VNM gia tăng nhận biết thương hiệu, thông qua các chiến lược marketing nhằm tăng thị phần ngành sữa. Cơ cấu chi phí bán hàng trên DTT chiếm tỉ trọng lớn 22.6% và tăng bình quân 7% yoy, qua đó giúp Vinamilk giành thêm được 2% thị phần ngành sữa đạt 58% thị phần trong năm 2017. Tuy nhiên, theo chúng tôi đánh giá việc chi lớn vào khuyến mãi không làm doanh thu tăng như kỳ vọng khi tăng trưởng doanh thu 2017 chỉ đạt 9% so với năm 2016 là 17%. Nguyên nhân do (1) sữa động vật có xu hướng bắt đầu giảm tại Việt Nam do người tiêu dung có nhiều sự lựa chọn thay thế (sữa thực vật, các loại đồ uống dinh dưỡng khác) (2) ngành sữa chưa có sản phẩm mới đột phá thu hút được người tiêu dùng (3) Thị hiếu người tiêu dùng đang có xu hướng chuyển

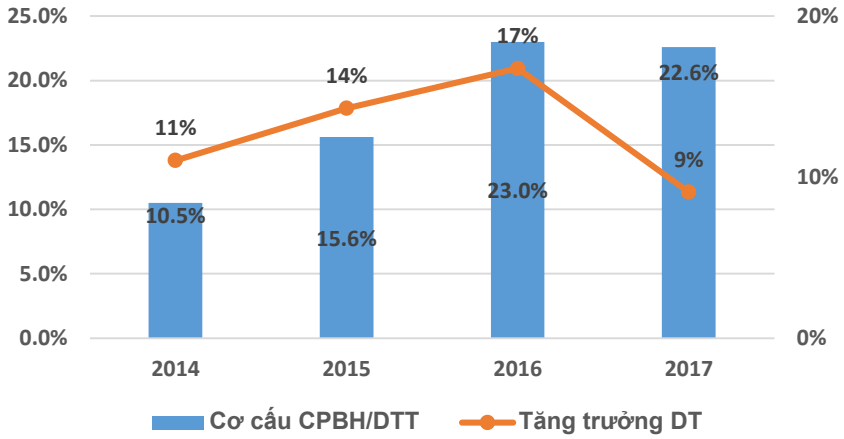
dịch sang các sản phẩm hàm lượng dinh dưỡng cao hơn, và đòi hỏi cao hơn về chất lượng sản phẩm. *Nguồn: Kantar Worldpanel.*

Năm 2017, Vinamilk chi 7,673 tỷ (+10% yoy) cho tăng cường hoạt động khuyến mãi, trưng bày, hỗ trợ khách hàng, R&D ra mắt sản phẩm mới (Sữa tươi 100% Organic, sữa đậu nành hạt óc chó, dự kiến liên kết với Dược Hậu Giang để sản xuất thực phẩm chức năng; 1,991 tỷ (-4% yoy) cho quảng cáo kênh truyền thống và kênh hiện đại (digital marketing) nhằm tăng nhận diện thương hiệu. Quảng cáo sữa dành cho trẻ em của Vinamilk trên kênh youtube là video quảng cáo hấp dẫn nhất Châu Á, theo bảng xếp hạng được Google công bố tháng 9 *Nguồn: Forbes Việt Nam*.

Kết nối của người Việt với thế giới đang rất cao. 62% người Việt đã có điện thoại và 50% số đó đã dùng điện thoại thông minh. Hiện người Việt đang dàng 24.7 giờ/tuần để sử dụng Internet, đây là cơ hội cho các ngành online.

Nguồn: Nielsen

Hình: Tăng trưởng DT đóng góp từ phát triển thị trường 2014 - 2017



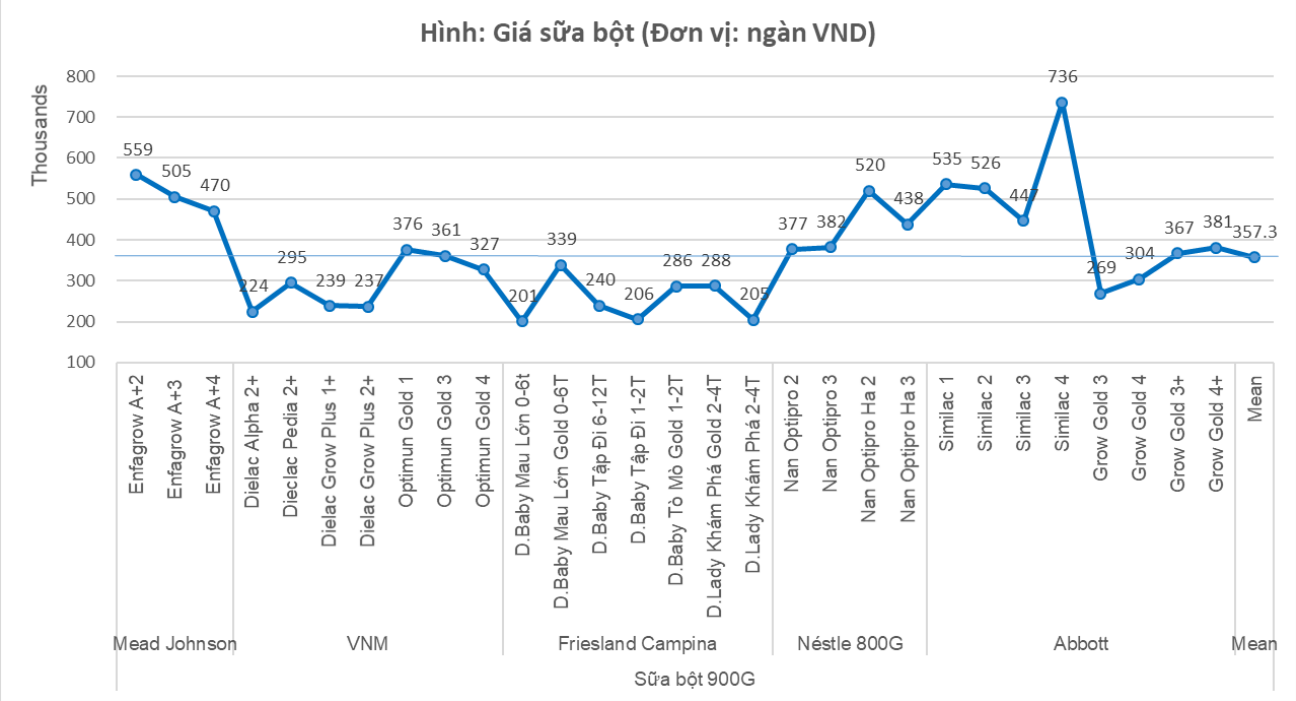
Nguồn: VNM & BSC Research

Năm 2014, scandal thao túng giá sữa bột bị nghi ngờ là sự bắt tay của các công ty sữa nước ngoài đẩy giá sữa lên chóng mặt. Bộ Công Thương đã phải áp trần giá sữa để bình ổn thị trường nhưng các hãng này vẫn có thể lách bằng cách giảm trọng lượng hộp sữa xuống, thay đổi nhãn hàng có trong danh sách áp giá trần và kết quả giá sữa ngoại còn tăng cao hơn lúc trước. Chính vì thực trạng đó, VNM đã mở rộng sản xuất sữa công thức để bán cho người dân ở mức giá hợp lý với chất lượng uy tín.

Chiến lược giá hợp lý

Sữa là ngành hàng thuộc nhóm tiêu thụ nhanh (FMCG) có đặc tính sau: tốc độ tiêu thụ thường xuyên, thời gian sử dụng ngắn, sản xuất công nghiệp theo quy mô lớn, giá thường ổn định vì độ nhạy cảm của cầu về giá cao. Vì thế, chiến lược giá là một trong các chiến lược quan trọng và Vinamilk đã thành công trong việc đặt giá bán hợp lý cho người tiêu dùng giúp công ty gia tăng được thị phần sữa.

Đối với mảng sữa bột, ngành sữa bột công thức hiện có trên 300 đối thủ cạnh tranh trong đó sản xuất nội địa chiếm 65% sản lượng. VNM đang dẫn đầu ngành với thị phần 41%, nhờ một số lợi thế cạnh tranh (giá bán hợp lý, thương hiệu và chất lượng uy tín). Nhìn chung, giá của VNM thấp hơn -16.67% giá bình quân thị trường và các nhãn sữa nước ngoài khác (Mead Johnson, Nestle, Abbott, Friesland Campina).

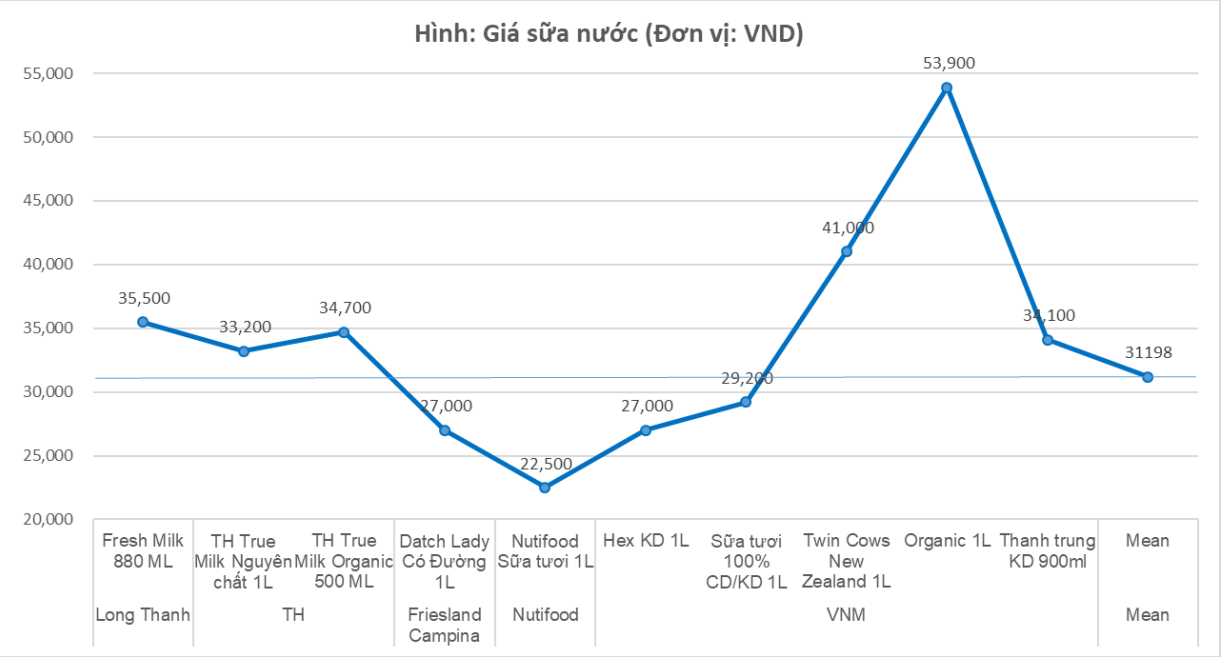


Nguồn: BSC Research

Đối với mảng sữa nước, theo thống kê của chúng tôi, Vinamilk hiện có nhiều dòng sản phẩm nhất với giá từ bình dân 27,000/lít (thấp hơn 13.45% so với giá bình quân thị trường 31,198/lit), dòng cao cấp organic 53,900/lít, sữa Organic VNM theo dúng tôi đánh giá là rẻ hơn 48.67% so với các hãng khác nhập khẩu từ Mỹ, Châu Âu (105,000/lít). Việc đa dạng hóa nhiều dòng sản phẩm sữa nước giúp người tiêu dùng gia tăng lựa chọn sao cho phù hợp mức độ dinh dưỡng và giá thành hợp lý hơn các nhãn hàng khác.

VNM tiếp tục đứng đầu ngành với 54% sản lượng, hiện sở hữu 100% 2 công ty Bò Sữa Việt Nam và Thống Nhất Thanh Hóa quản lý tổng cộng 10 trang trại bò sữa với tổng là 23,395 con.

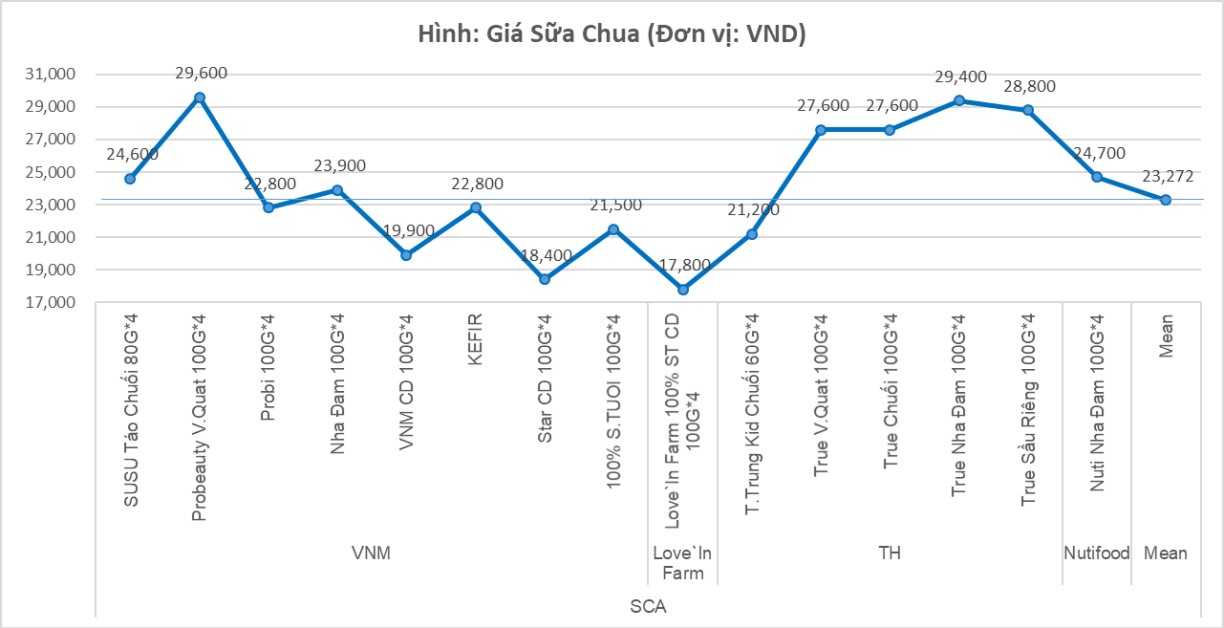
Sản lượng bình quân: 280 tấn sữa/ngày, năng suất sữa bình quân tăng 7% yoy. Giá vốn sữa tươi nguyên liệu bình quân giảm 9% yoy nhờ vào đầu tư công nghệ tự động hóa vào trồng trọt và chế biến thực ăn.



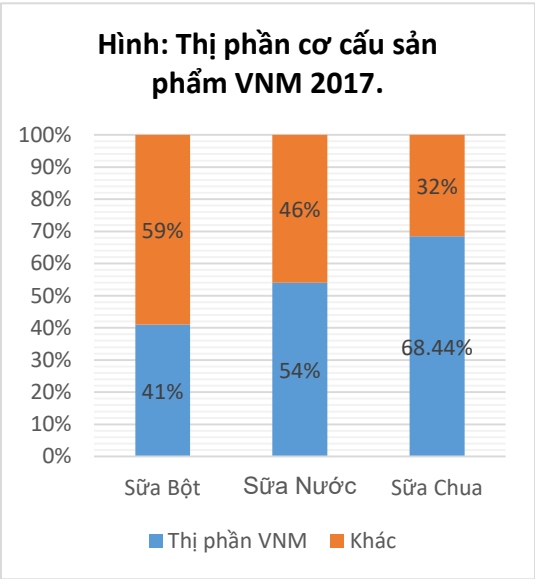
Nguồn: BSC Research

Đối với mảng sữa chua, VNM tiếp tục đa dạng hóa các dòng sữa chua ăn từ trẻ em tới người già và có nhiều hương vị cho người tiêu dụng lựa chọn, trong khi đó TH true yoguest là dòng sản phẩm sữa chua làm bằng sữa tươi 100% có 4 loại hương vị có mức giá bán cao hơn trung bình giá còn VNM thì giá cả hợp lý hơn.

Mảng sữa chua dự báo có tốc độ tăng trưởng CAGR 6% 2016-21F, VNM dẫn đầu với thị phần 68.44% về giá trị với 2 sản phẩm SuSu dành cho trẻ em và Probi dành cho người già, đối thủ cạnh tranh bao gồm FrieslandCampina (thị phần 13.13%, Yomost), IDP (thị phần 7.76%, Ba Vì), TH Food Chain (thị phần 2.51%, TH True Yogurt), v.v. Nguồn: VNM 2017,EMI.



Nguồn: BSC Research



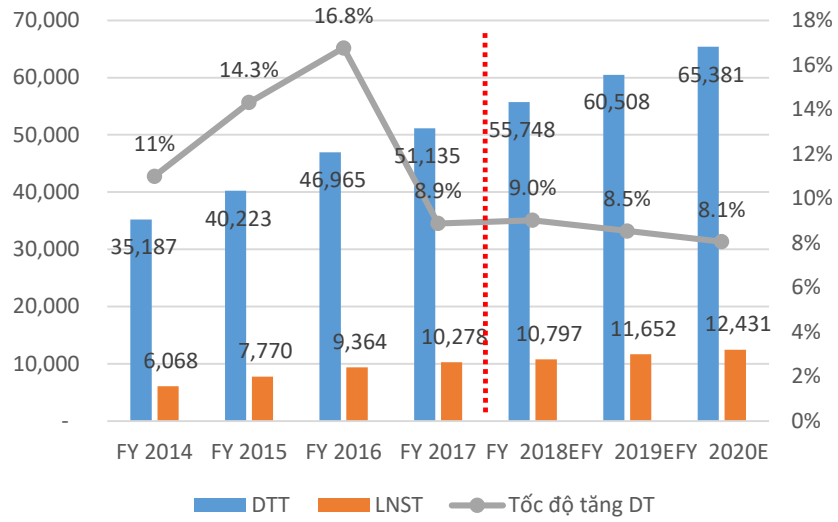
Nguồn: VNM, EMI

VNM đã tiến hành làm nghiên cứu và phát triển các sản phẩm mới, hướng tới nhóm người tiêu dùng khác với những sản phẩm như sữa chua, váng sữa,v.v. Ngoài ra, với tình trạng đồng Việt Nam ngày một mất giá trên thị trường quốc tế, việc xuất khẩu các sản phẩm sữa ra các nước khác, đặc biệt là những nước kém phát triển hơn như Cambodia, các nước châu Phí, cũng là một chiến lược hợp lý.

Tuy nhiên, dự phóng tăng trưởng nội địa của VNM có thể giảm gần bằng trung bình ngành trong trung hạn 2018-2022.

Tốc độ tăng trưởng doanh thu ấn tượng trong những năm 2014-2017 và mở rộng thị trường mạnh mẽ của VNM tạo ra một áp lực về tăng trưởng cho những năm tiếp theo khi room phát triển đang dần co hẹp lại. Vì vậy, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng doanh thu của VNM năm 2018F có thể đạt tương đương năm 2017 là 9% yoy , ước đạt 55,748 tỷ đồng, và LNST là 10,797 tỷ đồng vượt kế hoạch 2018 lần lượt, 100.45% và 100.42%.

Hình: Dự báo DTT và LNTT VNM 2018E - 2020E.

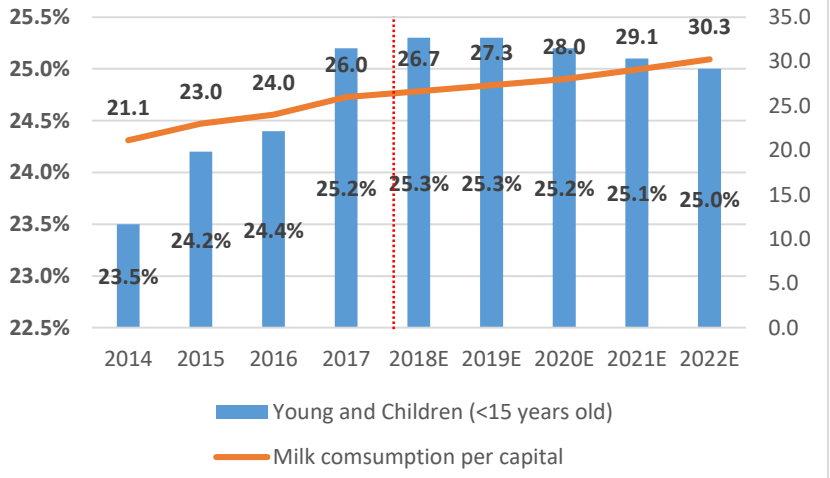


Nguồn: VNM & BSC Research

Tỷ lệ vàng dân số đang suy giảm.

Chúng tôi cho rằng sự phát triển của ngành sữa có sự tương quan thuận với tỷ trọng trẻ vị thành niên. Từ 0 – 14 tuổi là độ tuổi phát triển mạnh nhất về thể chất của con người. Do vậy, nhu cầu tiêu thụ sữa và sự phát triển của ngành công nghiệp này phụ thuộc rất nhiều vào nhóm dân số trẻ.

Hình: Cơ cấu dân số theo độ tuổi 0-14t & tiêu thụ sữa/người/năm.



Nguồn: GSO, MOIT

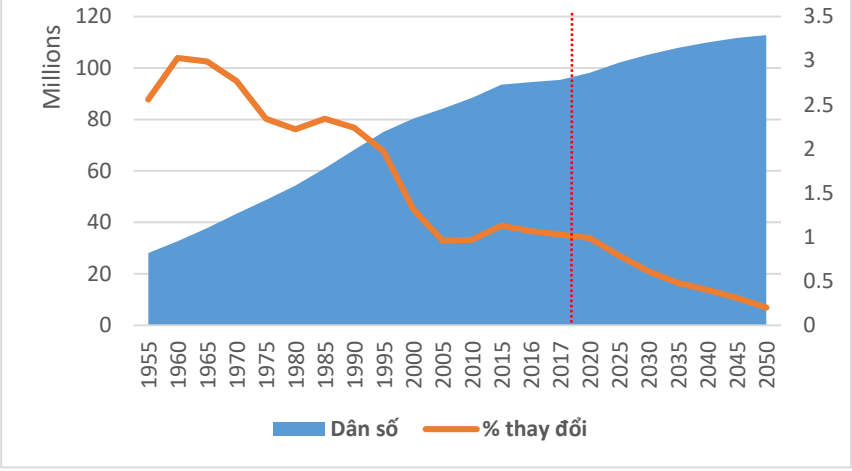
Số lượng người trong gia đình càng giảm. TPHCM mỗi gia đình có 1.5 con, thu nhập của họ tăng mà chi tiêu cho 3 – 4 người nên số lượng tiêu thụ sữa sẽ tăng.

Nguồn: Nielsen

Dân số Việt Nam tăng trưởng với tốc độ giảm dần. Năm 1960, tốc độ tăng trưởng dân số của Việt Nam là 3.03%, nhưng 1970, tốc độ này chỉ

còn 2.77%; và đến năm 2017, tốc độ tăng trưởng dân số của Việt Nam chỉ còn 1.03%. Điều này đã khiến dân số Việt Nam dần chuyển từ cơ cấu dân số trẻ thành dân số già, tỉ lệ trẻ vị thành niên ngày càng thấp đi. Điều này ảnh hưởng đáng kể doanh thu của ngành sữa nói chung và Vinamilk nói riêng.

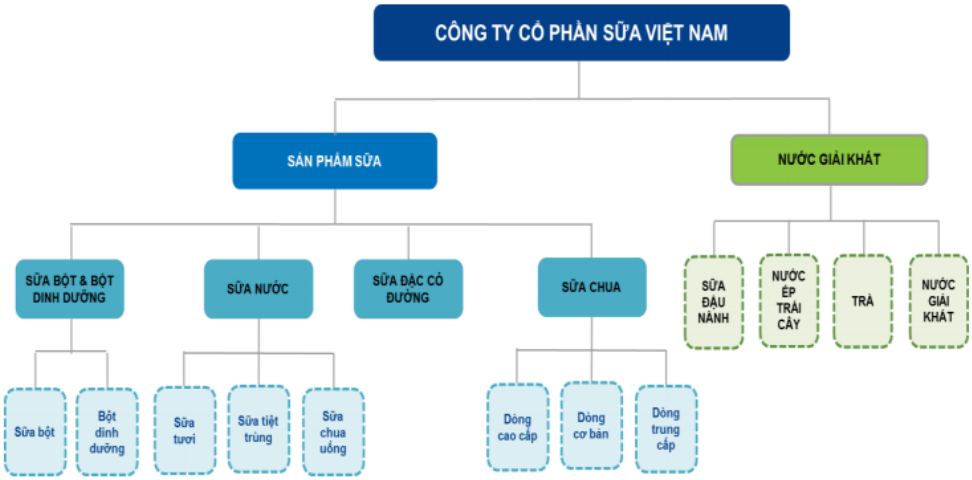
Hình: Dân số Việt Nam và tốc độ tăng dân số chậm dần trong tương lai 2018-2050.



Nguồn: DanSo.org

Bên cạnh đó, nguồn doanh thu chính hiện nay của Vinamilk tập trung vào 2 mảng là sữa nước và sữa bột. Do vậy, doanh thu của VNM sẽ bị ảnh hưởng một cách tiêu cực nếu như quá phụ thuộc vào 2 mảng này.

Hình: Cơ cấu sản phẩm VNM

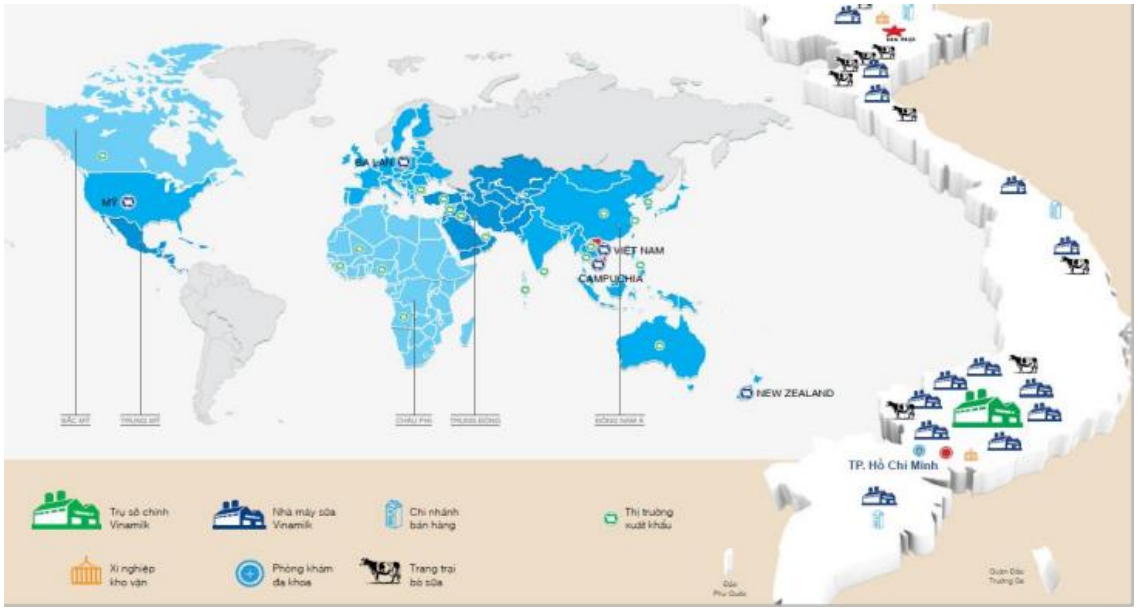


Nguồn:Vinamilk

MỞ RỘNG THỊ PHẦN XUẤT KHẨU TOÀN CẦU

Hiện nay, tỷ trọng xuất khẩu/DTT của VNM Q1/2018 chiếm 14.2% và đang giảm so với năm trước. VNM hiện đang tăng cường xuất khẩu sang 43 quốc gia ở khu vực Trung Đông, Châu Phi và Đông Nam Á.Trong đó, thị phần Iraq chiếm tị trọng lớn 30%-40% doanh thu xuất khẩu, bàn đạp xuất cho các nước khu vực Trung Đông, nhưng vì yếu tố bất ổn chính trị nên VNM đã giảm bớt xuất khẩu cho khu vực này. Bên cạnh đó, VNM đang tập trung khai khác các thị trường tiềm năng ở khu vực Châu Phi và đặc biệt là các thị trường khó tính với yêu cầu chất lượng sản phẩm cao như Nhật Bản và Canada.

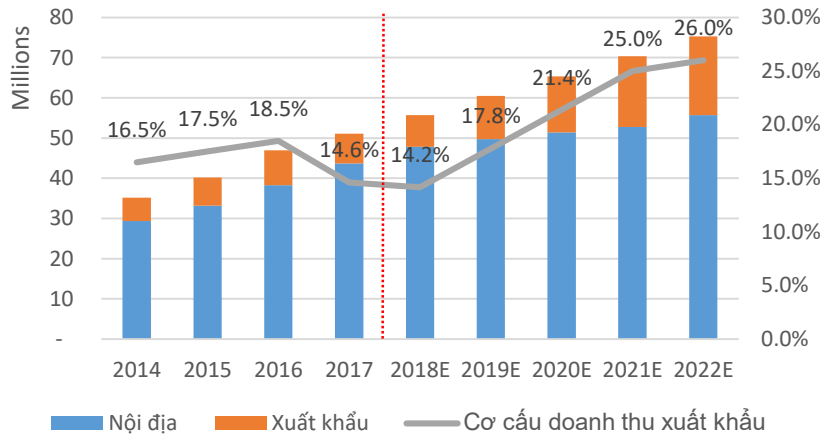
Hình: Bản đồ địa bàn kinh doanh và hệ thống phân phối của VNM.



Nguồn: VNM

Năm 2018, VNM đạt mục tiêu xuất khẩu 2021 chiếm tỉ trọng 25% tương ứng tăng trưởng xuất khẩu CAGR 14.39% 2017-2021F. Qua đó, chúng tôi dự báo doanh thu xuất khẩu 2018F ước đạt 7,888 ngàn tỷ đồng (+5.66% yoy).

Hình: Cơ cấu doanh thu theo xuất khẩu và nội địa 2014-2022E



Nguồn: VNM & BSC Research

Chiến lược mở rộng kinh doanh toàn cầu thông qua các deal M&A tiềm năng.

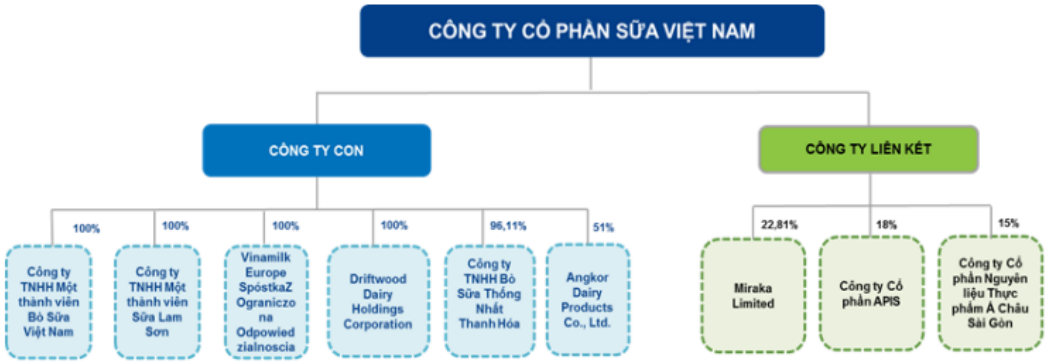
Tính tới năm 2017, VNM đã thành công 4 deal M&A với các công ty nước ngoài: 1 công ty liên kết: Miraka Limited (22.81%): sản xuất sữa bột và sữa tươi ở New Zealand. 3 công ty con: (1) Driftwood Dairy Holdings Corporation (100%): Sản xuất và kinh doanh các sản phẩm sữa tại California US. (2) Angkor Dairy Products Co., Ltd (51%): sản xuất sản phẩm sữa tại Campuchia. (3) Vinamilk Europe Spostka Z Ograniczona Odpowiedzialnoscia (100%): kinh doanh nguyên liệu sản phẩm sữa, sữa, các chế phẩm từ sữa, thực phẩm và đồ uống tại Ba Lan. Năm 2015, Driftwood, Miraka và Vinamilk Europe đóng góp cho công ty 5,691 ngàn tỷ đồng tương đương 14.2% tỷ trọng doanh thu.

Doanh thu công ty con ở nước ngoài đóng góp cho Vinamilk trong năm 2015.	2015 (Tỷ đồng)	%
Tổng DTT Vinamilk	40,080	100.00%
Driftwood Dairy Holdings	2,600	6.49%
Miraka Limited Revenue	2,370	5.91%
Vinamilk Europe Spóstka Z Ograniczona Odpowiedzialnoscia	721	1.80%

Nguồn: VNM

Qua đó, chiến lược M&A trở thành một trong những chiến lược quan trọng giúp VNM gia tăng doanh thu xuất khẩu nhằm đạt được nhanh mục tiêu 25% xuất khẩu 2021F khi room tăng trưởng nội địa dần co hẹp lại. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá việc tìm kiếm doanh nghiệp tiềm năng để M&A cần nhiều thời gian để thẩm định, thương lượng với lãnh đạo, chưa kể tính pháp lý M&A ở nước ngoài còn nhiều khó khăn.

Hình: Cơ cấu tổ chức của VNM



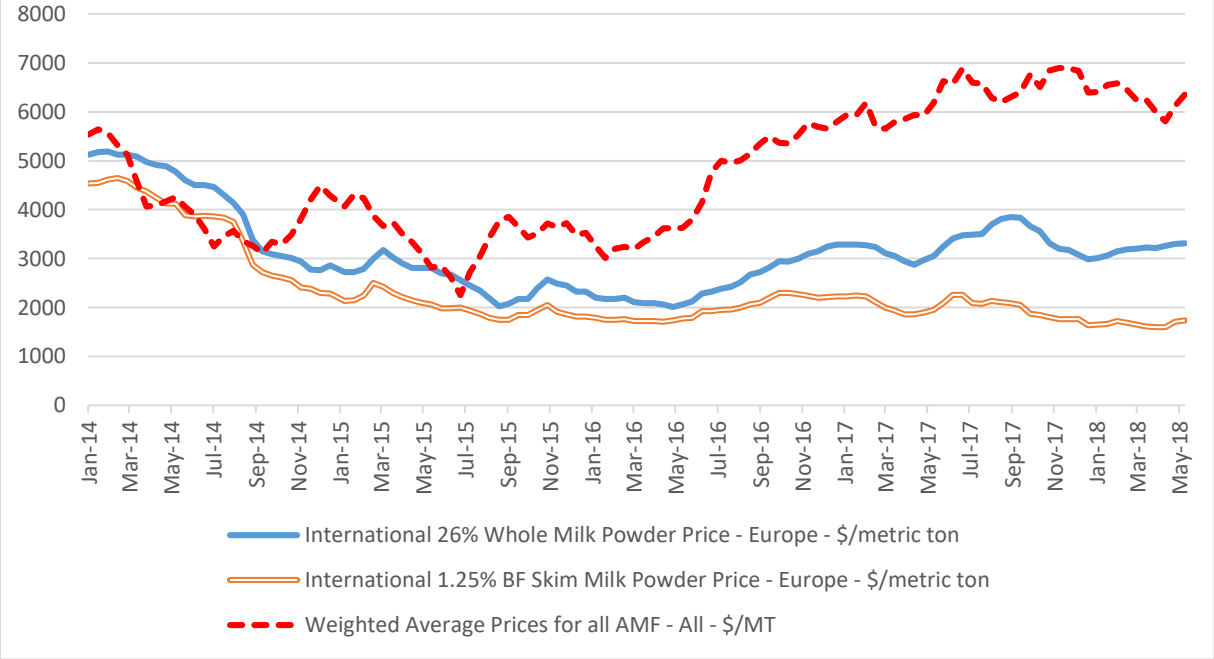
Nguồn:Vinamilk

CHI PHÍ NHẬP KHẨU NGUYÊN VẬT LIỆU TÁC ĐỘNG LỚN ĐẾN BIÊN LỢI NHUẬN VINAMILK

Giá sữa bột béo và bột gầy thế giới tăng trở lại trong 2018

Quý 1/2018, giá sữa bột nguyên kem (WMP) và sữa bột gầy (SMP) quốc tế đang giao dịch tại mức giá $3,231/MT (+11.95% YTD) và $1,999/MT (+17.65% YTD*) Nguồn: Global Dairy Price*. Theo Reuters, giá sữa bột tăng do nhu cầu của thế giới tăng mạnh và tình hình sản xuất của New Zealand kém đi- New Zealand là quốc gia xuất khẩu sữa lớn nhất thế giới - do quốc gia này đang chịu ảnh hưởng của mùa đông khắc nghiệt khiến sản lượng sữa giảm mạnh.

Hình: Diễn biến giá WMP, SMP và AMP 2014-2018



Nguồn: GDT, University of Wisconsin.

Giá nguyên vật liệu thế giới đặc biệt là New Zealand tác động mạnh mẽ tới chi phí nguyên vật liệu của VNM do 70% nguyên vật liệu đầu vào nhập khẩu chủ yếu từ New Zealand, Úc, Mỹ và Châu Âu, trong đó sữa bột nguyên kem (WMP) chiếm tới 50% tỷ trọng. BCTC Quý 1 2018, Chi phí nguyên vật liệu trong chi phí sản xuất đạt 5,567.4 tỷ đồng (+19% yoy) khiến cho biên lợi nhuận gộp giảm -3% yoy từ 48.2% Q1/2017 xuống còn 45.2% Q1/2018. Ngoài bột sữa, VNM chủ động quản lý được giá sữa tươi được nguồn cung từ 3 nông trại ở Thanh Hóa, Tây Ninh và Đạ Lạt; đường tinh luyện từ công ty cổ phần Đường Việt Nam (VNM đang sở hữu 65% VCSH tháng 10/2017).

Theo Global Dairy Trade, dự báo giá hợp đồng tương lai của sữa bột WMP sẽ tiếp tục tăng $3,285/MT (+13.83% YTD), sữa bột SMP chậm đà tăng lại còn $1,927/MT (+13.42% YTD). Chúng tôi ước tính tác động ngày càng tăng của giá sữa bột sẽ làm biên lợi nhuận gộp của VNM sẽ giảm xuống 47.2% (-0.2% yoy) vào cuối năm 2018.

Tài chính doanh nghiệp

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ đồng	2013	2014	2015	2016	2017
Doanh thu thuần	**30,949**	**35,072**	**40,080**	**46,794**	**51,041**
LN gộp	**11,183**	**11,392**	**16,262**	**22,336**	**24,234**
DT tài chính	507	574	649	723	816
CP tài chính	(91)	(82)	(163)	(102)	(87)
Lãi vay	(0)	(40)	(31)	(46)	(29)
CP bán hàng	(3,276)	(3,684)	(6,258)	(10,759)	(11,537)
CP QLDN	(611)	(795)	(1,233)	(1,053)	(1,268)
Lãi/lỗ HĐKD	**7,712**	**7,464**	**9,271**	**11,160**	**12,226**
TNhập khác (ròng)	255	150	96	77	3
LN trước thuế	**8,010**	**7,613**	**9,367**	**11,238**	**12,229**
LN sau thuế	**6,534**	**6,068**	**7,770**	**9,364**	**10,278**
LN CĐ thiểu số	(0)	(1)	(4)	14	(17)
LN Cty mẹ	6,534	6,069	7,773	9,350	10,296
EPS	7,835	6,065	5,834	6,442	7,093

DTT 2017 tăng 8.9% yoy thấp hơn đáng kể 2016 (17%) do nguyên nhân chi phí nguyên liệu tăng đáng kể, 70% nguyên liệu đầu vào của VNM là sữa bột nhập khẩu nên chi phí đầu vào thường xuyên biến động (giá sữa nguyên kem WMP tăng 40.9% yoy tại thời điểm th3-2017 so với cùng kì. Nguồn: Global Dairy Trade).

CP bán hàng 2017 tăng 7% yoy chiếm tỉ trọng 23% trong doanh thu thuần. Năm 2017, VNM chi 7673 tỷ (+10% yoy) cho hoạt động khuyến mãi, trưng bày, giới thiệu sản phẩm và hỗ trợ khách hàng; 1991 tỷ (-4% yoy) cho quảng cáo kênh truyền thống và kênh hiện đại (digital marketing)

TS ngắn hạn	**13,019**	**15,458**	**16,732**	**18,674**	**20,307**
Tiền và TĐ Tiền	2,746	1,528	1,359	655	963
Phải thu ngắn hạn	2,728	2,777	2,685	2,867	4,592
Tồn kho	3,217	3,555	3,810	4,522	4,021
TS ngắn hạn khác	160	129	209	176	170
TS dài hạn	**9,856**	**10,312**	**10,746**	**10,705**	**14,360**
Phải thu dài hạn	1	22	21	22	54
TSCĐ	8,918	8,086	8,214	8,321	10,609
TSCĐ hữu hình	7,849	7,548	7,795	7,916	10,291
TS thuê tài chính	-	-	-	-	-
TSCĐ vô hình	531	538	419	405	319
TS dở dang dài hạn	-	890	844	993	1,929
TS dài hạn khác	295	495	585	618	1,117
Tổng TS	**22,875**	**25,770**	**27,478**	**29,379**	**34,667**
Nợ phải trả	**5,307**	**5,970**	**6,554**	**6,973**	**10,794**
Nợ ngắn hạn	4,956	5,453	6,004	6,457	10,196
Vay ngắn hạn	179	1,280	1,475	1,333	268
Nợ dài hạn	351	517	550	515	599
Vay dài hạn	184	346	368	327	275
Vốn chủ sở hữu	**17,545**	**19,680**	**20,924**	**22,406**	**23,873**
Vốn góp	8,340	10,006	12,007	14,515	14,515
LN chưa phân phối	6,150	7,158	5,392	5,592	5,737
Tổng nguồn vốn	**22,875**	**25,770**	**27,478**	**29,379**	**34,667**

Cuối 2017, lượng tiền và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn chiếm tới 56.7% (11,524 tỷ đồng) trong TS ngắn hạn đa phần gửi ngân hàng có kỳ hạn. Với nguồn tài chính dồi dào, đây sẽ là nguồn tài trợ cho các dự án tiếp theo trong tương lai của VNM.

VNM đã đầu tư vào trang trại bò sữa Thống Nhất Thanh Hóa có quy mô 4,000 con và ở Tây Ninh với quy mô lên đến 8,000 con, sản lượng bình quân 280 tấn sữa/ngày. Lợi nhuận bò sữa tăng 169% yoy và giá vốn sữa tươi nguyên liệu giảm 9% yoy nhờ đầu tư công nghệ tự động hóa.
Năm 2017, VNM chính thức đầu tư vào trang trại bò sữa Organic Đà Lạt với 550 con và tiếp tục nhập bò từ Úc về bổ sung với ngân sách 5000 tỷ đầu tư đàn bò và nông trại tới 2021 nhằm đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng của thị trường trong và ngoài nước

ĐHĐCĐ 2018 phê chuẩn việc phát hành cổ phiếu với tỉ lệ 5:1 dự kiến cuối quý 3/2018, như vậy vốn điều lệ tăng thêm tối đa là 2,903 tỷ đồng lên 17,417 tỷ đồng. Nguồn vốn để phát hành cổ phần sẽ trích theo thứ tự ưu tiên từ thặng dư vốn cổ phần, quỹ đầu tư phát triển và lợi nhuận chưa phân phối

% yoy DTT		13%	14%	17%	9%
Biên ln gộp	36.1%	32.5%	40.6%	47.7%	47.5%
Lãi vay/ DTT	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
CP bán hàng / DTT	10.6%	10.5%	15.6%	23.0%	22.6%
CP QLDN/DTT	2.0%	2.3%	3.1%	2.3%	2.5%
Biên ln thuần	21.1%	17.3%	19.4%	20.0%	20.1%

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

	2013	2014	2015	2016	2017
1. Khả năng thanh toán					
Hsố TT ngắn hạn	2.63	2.83	2.79	2.89	1.99
Hsố TT nhanh	1.95	2.16	2.12	2.16	1.58
2. Cơ cấu vốn					
TSNH/ TTS	0.57	0.60	0.61	0.64	0.59
TSDH/ TTS	0.43	0.40	0.39	0.36	0.41
Hsố Nợ/ TTS	0.23	0.23	0.24	0.24	0.31
Hsố Nợ/ VCSH	0.30	0.30	0.31	0.31	0.45
Nợ ngắn hạn / TTS	0.22	0.21	0.22	0.22	0.29
Nợ DH / TTS	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
3. Năng lực hoạt động					
Vquay hàng tồn kho	5.9	7	6	6	6
Vquay phải thu	19.6	18	19	21	18
Vquay phải trả	9.3	12	12	11	8
Số ngày HTK	61.8	52	56	62	58
Số ngày phải thu	18.7	20	19	17	21
Số ngày phải trả	39.4	29	31	34	45
CCC	41.0	43	44	45	34
4. Khả năng sinh lời					
LNST/DTT (%)	21.1%	17.3%	19.4%	20.0%	20.1%
LNST/VCSH (%)	37.2%	30.8%	37.1%	41.8%	43.1%
LNST/TTS	28.6%	23.5%	28.3%	31.9%	29.6%
LN từ HĐKD/DTT	24.9%	21.3%	23.1%	23.8%	24.0%
5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)					
TTS/VCSH	1.30	1.31	1.31	1.31	1.45
DT/TTS	1.35	1.36	1.46	1.59	1.47
EBIT/DT	0.26	0.22	0.23	0.24	0.24
EBT/EBIT	1.00	0.99	1.00	1.00	1.00
Lãi ròng/LNTT	0.82	0.80	0.83	0.83	0.84
6. Định giá					
PE	24.7	31.9	33.2	30.0	27.3
PB	9.2	9.8	11.2	12.7	12.0
EPS	7,835	6,065	5,834	6,442	7,093
BVPS	21,039	19,668	17,234	15,273	16,105
7. Tăng trưởng (%yoy)					
TTS		13%	7%	7%	18%
Nợ		12%	10%	6%	55%
DTT		13%	14%	17%	9%
LN gộp		2%	43%	37%	8%
LNST		-7%	28%	21%	10%
EPS		-23%	-4%	10%	10%

Sức mạnh tài chính vượt trội, hệ số TT ngắn hạn bình quân của VNM trong 2013-2017 đạt 2.63 nhưng 2017 chỉ đạt 1.99 (-24% yoy) do phải trả ngắn hạn cho cổ tức tăng 2,177 tỷ so với năm trước chỉ có 4 tỷ.

Hệ số nợ trên tổng tài sản và trên VCSC tăng lần lượt tăng 29% và 45% do phải trả cho các nhà cung cấp tăng 55% do chi phí từ nguyên vật liệu tăng

Biên lợi nhuận sau thuế của VNM khá ổn định qua các năm bình quân 20% do chi phí tài chính giảm 15% yoy bao gồm chi phí lãi vay giảm còn 29 tỷ (-37% yoy) nhưng công ty vẫn phải bù lỗ chênh lệnh tỷ giá hối đoái 53.4 tỷ đồng (+13% yoy) từ hoạt động xuất nhập khẩu.

Rủi ro đầu tư

Rủi ro cạnh tranh ngành sữa trong nước.

Trong ngành sữa, VNM hiện đang cạnh tranh rất gay gắc với các công ty sữa nội địa như TH Food Chain, Nutifood, Masan v.v. Ngoài ra còn có một số công ty nước ngoài khác như Abbout, FrieslandCampina Nestle,... chưa kể đến khi một số doanh nghiệp nước ngoài được hưởng lợi từ việc các hiệp định thương mại tự do với mức thuế nhập khẩu các mặt hàng sữa sẽ về 0% từ 2018 trở đi thì áp lực cạnh tranh sẽ còn khóc liệt hơn nữa.

Hiệp định thương mại tự do	2017	2018	2019	2020
AANZFTA (Asian-Australia-New Zealand FTA)	5%	0%	0%	0%
EVFTA (European-Vietnam FTA)	15%	Xóa bỏ thuế tối đa 0% các sản phẩm sữa EU trong vòng 5 năm		

Nguồn: TVS

Rủi ro xuất khẩu vào thị trường nước ngoài.

Trong năm 2017, thị trường Iraq (chiếm 30% - 40% giá trị xuất khẩu của VNM - là thị trường quan trọng để xuất khẩu cho khu vực Trung Á) đã trải qua bất ổn chính trị buộc VNM phải giảm bớt sản lượng xuất khẩu xuống. VNM đang tìm cơ hội ở những thị trường Đông Nam Á khác như Indonesia, Philipines, Malaysia, Singapore.

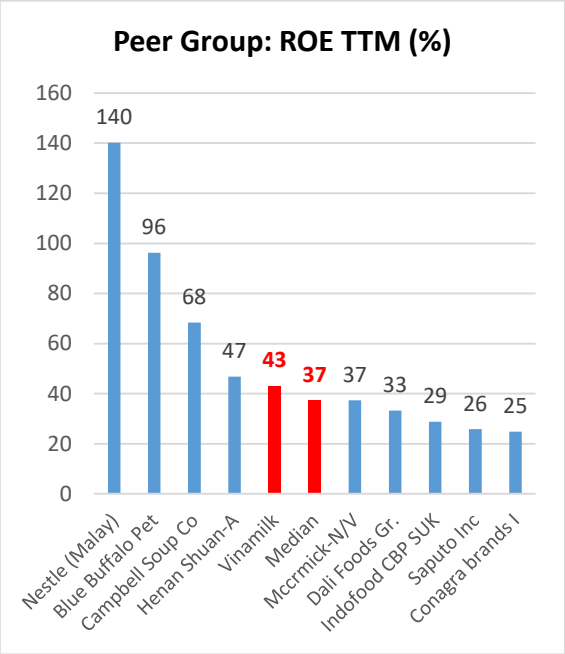
Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu.

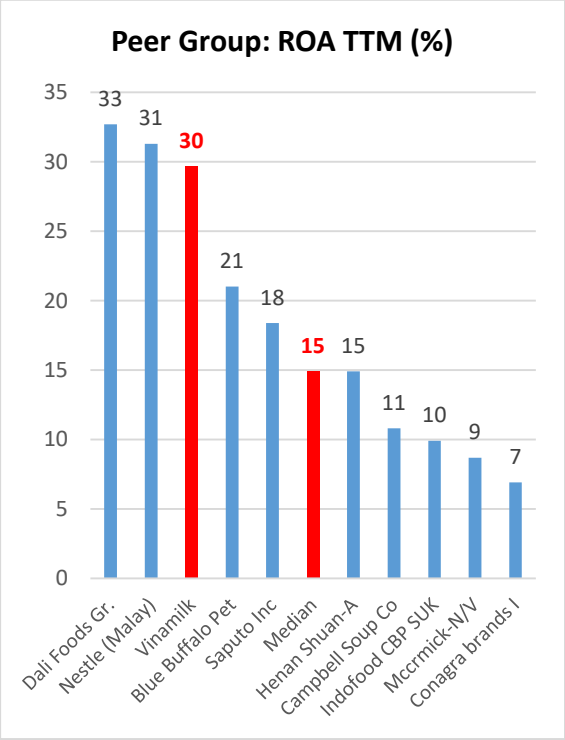
Do 70% nguyên vật liệu đầu vào của Vinamilk là nhập khẩu, và đa phần đến từ New Zealand, Mỹ và Úc vì thế giá sữa bột thế giới thay đổi sẽ ảnh hưởng lớn tới biên lợi nhuận. VNM thường ký hợp đồng tương lai ba, sáu, chin tháng hoặc một năm với các nhà cung cấp sữa nhằm giảm thiểu rủi ro biến động giá sữa đầu vào.

Rủi ro tỷ giá

Đồng Việt Nam càng ngày càng mất giá do tín dụng của ngân hàng trung ương thấp và không độc lập với chính phủ. Chính vì vậy giá trị nhập khẩu nguyên vật liệu ngày càng đắt đỏ trong mắt Vinamilk và phải chịu một khoãng lỗ cho chênh lệch tỷ giá. Tuy nhiên, Vinamilk xuất khẩu hàng sang các nước khác nên thu về lượng hối đoái làm bù trừ biến động tiêu cực về tỷ giá của hoạt động nhập khẩu.

Định giá và khuyến nghị





Định giá cổ phiếu VNM

Dựa trên những giả thuất trên, chúng tôi ước tính giá mục tiêu VNM dựa theo phương pháp P/E dự phóng cuối năm 2018 là 224,285 đồng với P/E 2018F là 29.0x, và phương pháp DCF là 160,667 đồng, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** với giá mục tiêu bình quân 12 tháng là **192,476** đồng/cổ phiếu với tiềm năng tăng giá là 8.7% tính từ ngày lập báo cáo tới cuối năm 2018.

Phương pháp P/E

Vinamilk giao dịch tại 177,000 đồng/cổ phiếu tại ngày 5/6/2018 và normalized P/E 2018F là 21.2x với normalized EPS 2018F là 7,709 đồng. P/E 2018F này thấp hơn 8.8% so với P/E 2018F trung bình ngành chế biến thực phẩm tại thị trường đang phát triển theo Damodaran là 23.8x và thấp hơn 25.2% so với PE Fw 2018 của peer group. Chúng tôi cho rằng P/E này thể hiện được đánh giá thấp của một doanh nghiệp dẫn đầu ngành tiếp tục tăng trưởng trong 2018. Chúng tôi dự báo giá mục tiêu 2018F hợp lý là 224,285 đồng.

Tên công ty	Ticker	PE FW 2018
Nestle (Malay)	NESZ MK	68.0
Blue Buffalo Pet	BUFF US	43.0
Dali Foods Gr.	3799 HK	35.9
Indofood CBP SUK	ICBP IJ	25.2
Mccrmick-N/V	MKC US	23.1
Saputo Inc	SAP CN	20.4
Conagra brands I	CAG US	17.2
Campbell Soup Co	CPB US	14.3
Henan Shuan-A	000895 CH	13.8
Mean		**29.0**

Nguồn: Bloomberg

	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
EPS	7,127	7,832	8,526	9,386	10,362
Normalize EPS	7,735	8,936	10,433	12,294	14,570
Peer Group P/E	29.0x	29.0x	29.0x	29.0x	29.0x
Giá mục tiêu	**224,285**	259,129	302,518	356,493	422,480

Chi phí vốn bình quân WACC	
Total ERP	6.79%
Rf	2.98%
Levered Beta	1.20
Ke	8.96%
Kd	4.56%
E/A	99.80%
D/A	0.20%
Tax rate	20%
WACC	8.95%
g	3.5%

Phương pháp DCF

Xác định Beta

Chúng tôi xác định Beta VNM dựa trên phương pháp hồi quy (Regression) giữa giá cổ phiếu VNM và chỉ số VN-Index 60 tháng trong quá khứ.

Unlevered Beta = Levered Beta / (1+ ((1-Tax Rate) * (Debt/Equity))) = 0.8815

Levered Beta = Unlevered Beta * (1+ ((1-Tax Rate) * (Debt/Equity))) = 1.1988

Xác định Total Equity Risk Premium Việt Nam

Tham khảo Damodaran, ta có các hệ số sau:

1. Equity Risk Premium (RM-Rf) of US = 5.08%

2. Hệ sô Multiplier = 1.12 (S&P Emerging BMI/BAML Emerging Mkt Public Bond Spread)

3. Sovereign spread = CDS spread 10 year VN bond - CDS spread 10 year US bond = 1.52%

=> CRP Country Risk Premium = Sovereign spread x Multiplier = 1.71%

=> Total Equity risk premium = CRP + Equity Risk Premium (RM-Rf) of US = 6.79%

Xác định Ke và Kd

Ke = Rf + Beta*Total Equity Risk Premium = 8.95%

Kd = 4.56% (Chúng tôi tính trung bình chi phí lãi vay trong năm 2017).

Phương pháp DCF gồm 2 giai đoạn:

1. Giai đoạn 1 (2018 - 2022) : Vinamilk tiếp tục gia tăng thị phần trong nước mục tiêu 62% 2022 bằng cách tăng marketing để tăng độ nhận diện thương hiệu, mở rộng chuỗi cửa hàng và các kênh phân phối, tăng sản lượng sữa đáp ứng nhu cầu nội địa và xuất khẩu.

2. Giai đoạn 2 (từ 2022 trở đi): chúng tôi dự phóng doanh nghiệp tăng trưởng trong dài hạn ở mức g = 3.5%.

Kết quả định giá:

	Tỷ Trọng	FY 2018E	FY 2019E	FY 2020E	FY 2021E	FY 2022E
DCF	50%	160,667	160,667	160,667	160,667	160,667
P/E multiple	50%	224,285	259,129	302,518	356,493	422,480
Giá Mục Tiêu	100%	**VND 192,476**	**VND 209,898**	**VND 231,592**	**VND 258,580**	**VND 291,574**
Upside		8.7%				

Mô hình DCF	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	Terminal Value
Doanh thu (tỷ)	**55,748**	**60,508**	**65,381**	**70,332**	**75,319**	
EBITDA	13,454	14,376	15,280	16,284	17,755	
Lợi nhuận gộp thuần từ HDKD	12,154	13,013	13,735	14,418	15,414	
(-) Taxes	(2,063)	(2,226)	(2,375)	(2,525)	(2,736)	
(+) Khấu hao	1,284	1,347	1,529	1,850	2,325	
(-) NWCinv	48	69	94	103	58	
(-) FCInv	(2,492)	(2,705)	(2,923)	(3,144)	(3,367)	
Unlevered FCFF	**8,966**	**9,798**	**10,834**	**12,099**	**13,605**	**258,224**
Month	0.6	1.6	2.6	3.6	4.6	
WACC	8.95%					
g	3%					
PV(FCFF)	**8,747**	**8,935**	**9,068**	**9,294**	**9,592**	**174,420**
Total PV (tỷ)	233,121					
Số lượng cp (tr cp)	1,451					
Giá hợp lý/cp	**160,667**					

Phân tích độ nhạy cảm giá cổ phiếu VNM

		WACC						
		7.45%	7.95%	8.45%	8.95%	9.45%	9.95%	10.45%
g	2.0%	167,608	181,028	197,461	218,050	244,601	280,142	330,169
	2.5%	154,253	165,235	178,434	194,596	214,846	240,960	275,916
	3.0%	142,980	152,108	162,910	175,892	191,789	211,708	237,394
	3.5%	133,340	141,027	150,006	**160,667**	173,402	189,040	208,634
	4.0%	125,003	131,551	139,114	147,947	158,400	170,963	186,347
	4.5%	117,723	123,355	129,797	137,238	145,928	156,212	168,572
	5.0%	111,312	116,198	116,198	116,198	116,198	116,198	116,198

Phụ lục

Phụ lục 1: Bảng cân đối kế toán

Đơn vị: tỷ đồng	FY 2018E	FY 2019E	FY 2020E	FY 2021E	FY 2022E
Tổng Tài Sản	**38,880**	**44,372**	**50,974**	**58,941**	**68,474**
Tái Sản Ngắn Hạn	**23,272**	**27,537**	**33,131**	**40,389**	**49,664**
Tiền và Tương Đương Tiền	3,099	6,515	11,205	17,482	25,691
Đầu tư ngắn hạn	10,561	10,561	10,561	10,561	10,561
Phải thu ngắn hạn	5,005	5,447	5,918	6,429	6,984
Hàng tồn kho	4,383	4,770	5,182	5,630	6,116
TS ngắn hạn khác	222	241	262	285	310
Tài Sản Dài Hạn	**15,607**	**16,834**	**17,843**	**18,552**	**18,809**
Tài sản cố định	9,962	10,385	10,867	11,296	11,510
Tài sản dở dang dài hạn	3,521	4,340	4,883	5,179	5,239
Tài sản dài hạn khác	642	642	642	642	642
Tổng nguồn vốn	**38,308**	**43,045**	**48,788**	**55,586**	**63,493**
Nợ phải trả	**12,018**	**13,335**	**14,714**	**16,150**	**17,638**
Nợ ngắn hạn	11,333	12,716	14,201	15,803	17,554
Nợ dài hạn	599	599	599	599	599
Vốn chủ sở hữu	26,450	30,559	35,676	42,041	49,823

Phụ lục 2: Bảng kết quả kinh doanh

Đơn vị: tỷ đồng	FY 2018E	FY 2019E	FY 2020E	FY 2021E	FY 2022E
Doanh thu thuần	**55,748**	**60,669**	**65,908**	**71,600**	**77,784**
Giá vốn hàng bán	(29,326)	(32,032,	(34,928,	(37,947,	(41,228,
Lợi nhuận gộp	**26,254**	**28,455**	**30,782**	**33,438**	**36,322**
Chi phí bán hàng	(12,599)	(13,711)	(14,895)	(16,181)	(17,579)
Chi phí QLDN	(1,393)	(1,516)	(1,647)	(1,790)	(1,944)
Tổng chi phí hoạt động	(13,992)	(15,228)	(16,543)	(17,971)	(19,523)
Tổng thu nhập thuần từ HĐKD	**12,261**	**13,227**	**14,239**	**15,466**	**16,798**
Thu nhập tài chính	739	902	1,140	1,461	1,887
Chi phí tài chính	(32)	(26)	(26)	(26)	(26)
Thu nhập khác			-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
LNTT	**12,968**	**14,102**	**15,352**	**16,901**	**18,658**
Chi phí thuế TNDN	(2,080)	(2,262)	(2,462)	(2,710)	(2,992)
LNST cty mẹ	10,887	11,840	12,889	14,190	15,665
LNST cổ đông không kiểm soát		-	-	-	-
Lãi cơ bản trên cổ phiếu	10,343	11,366	12,374	13,622	15,039

Khuyến cáo sử dụng

B Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận1,Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

https://www.bsc.com.vn
https://www.facebook.com/BIDVSecurities

Bloomberg:BSCV<GO>