

Khuyến nghị: Theo Dõi

Mã Tuấn Minh Hiền (PTCB)

hien.mtm@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	142,400
Giá đóng cửa	148,900
Upside	-4.4%

Đặng Quang (PTKT)

quangd@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	153,700
Giá cut loss	135,400

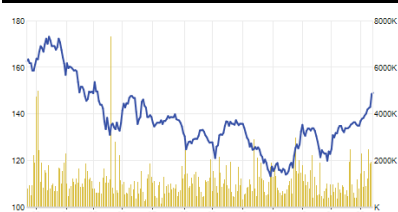
Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp)	1,741.41
Vốn hóa (tỷ đồng)	259,818
Giá cao nhất 52 tuần	173,600
KLGDĐT20 phiên (ng cp)	881,923
Sở hữu nước ngoài	59.8%

Cổ đông lớn

SCIC	36.00%
F&N Dairy	16.50%
Platinum Victory	10.03%

Diễn biến giá (1 năm)



Tổng quan công ty

Vinamilk là công ty 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, và hệ thống phân phối rộng khắp Việt Nam.

Các báo cáo khác

[\(link\)](#)

Duy trì ổn định thị phần nội địa

Định giá

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **Theo Dõi** đối với cổ phiếu VNM với giá hợp lý trong năm FY2019E là 142,400 đ/cp dựa trên phương pháp P/E với P/E hợp lý là 26x (P/E trung vị khu vực Asia =32.89x). Giá VNM 22/02/2019 = 148,900 VND/cp – P/E = 28.1x – P/B = 9.8x.

Dự báo KQKD 2019

Năm 2019, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng của VNM khoảng 4%-6%/năm, DT và LNST cho công ty mẹ dự kiến cho năm 2019 lần lượt đạt 55,125 tỷ đồng (+4.74% yoy) và 10,577 (+3.42% yoy) tương ứng EPS FW 2019 là 5,476 đồng/cp (+3.42 yoy), P/E FW là 27.2x, P/B FW là 8.8x.

Kế hoạch HDKD 2019

1. VNM dự báo 2019 sản lượng dự kiến tăng 5% (chưa bao gồm sữa học đường), giá bán dự kiến tăng 1-3% nên doanh thu 2019 dự kiến tăng 7-8%.
2. Tiếp tục duy trì chi phí bán hàng và marketing/doanh thu cao nhằm đạt mục tiêu 1% thị phần sữa nội địa (năm 2018 đạt 25.46%).
3. Xuất khẩu đẩy mạnh ở thị trường Đông Nam Á và M&A với các đối tác ở các quốc gia Myanmar, Philippines và đội hiệp định xuất khẩu sữa giữa Việt Nam và Trung Quốc dự kiến ký vào tháng 4/2019.

Rủi ro: (1) Khó khăn trong việc tăng trưởng doanh thu thị trường nội địa do thị phần đã chiếm tỷ trọng lớn và cạnh tranh gay gắt. (2) Xuất khẩu hiện vẫn đang phụ thuộc nhiều vào Iraq và doanh thu xuất khẩu sẽ không tăng trưởng mạnh trong ngắn hạn do thị trường khó khăn. (3) Chi phí nhập khẩu sữa nguyên liệu sẽ có thể tăng lại trong 2H2019. (4) Chi phí SG&A vẫn duy trì mức cao nhằm tăng thị phần sữa.

Cập nhật doanh nghiệp (tiếp tục trang sau):

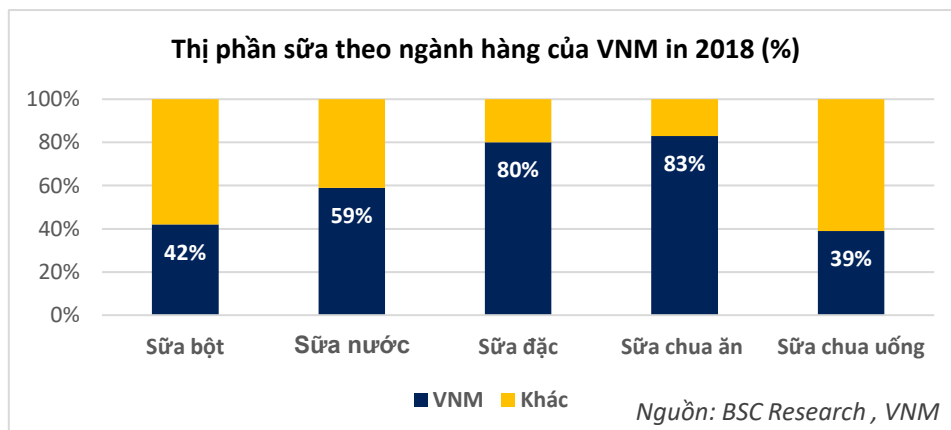
1. Doanh thu tăng chậm chủ yếu do sức tiêu thụ sữa của người dân đang chậm lại. Thị phần nội địa vẫn tăng 0.9% so với năm 2017. Doanh thu 2018 đạt 52,629 tỷ đồng (+2.9% yoy), LNST đạt 10,205.6 tỷ đồng (-0.7% yoy).

2. Cơ cấu doanh thu VNM 2018 hiện vẫn tập trung chính ở thị trường nội địa: (1) Doanh thu chính từ trong nước đạt 44,747.3 tỷ đồng (+2.69% yoy) cải thiện nhẹ so với năm 2017 là 43,572 tỷ đồng (2) Doanh thu từ việc xuất khẩu đạt 7,814.7 tỷ đồng (+4.63% yoy) tăng hơn so với 2017 là 7,468.9 tỷ đồng.

3. Biên gộp 2018 giảm do chi phí sản xuất tăng. Lợi nhuận gộp 2018 đạt 24,611.4 tỷ đồng (+1.5% yoy) tương ứng với biên gộp là 46.82%. Nguyên nhân do chi phí nguyên vật liệu trong chi phí sản xuất tăng lên 22,569.8 tỷ đồng (+6.8% yoy), chủ yếu là sữa bột nguyên kem, tách béo và chất béo khan nhập từ New Zealand.

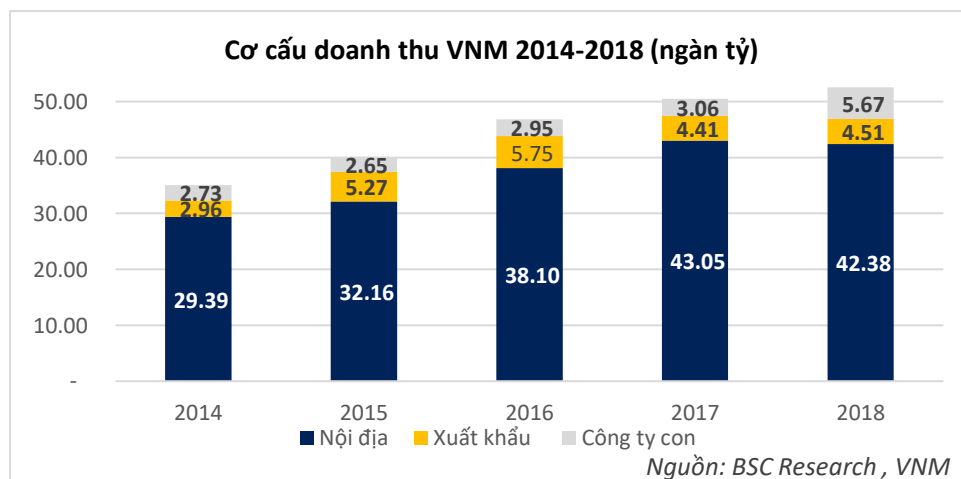
Cập nhật HĐKD VNM

Doanh thu tăng chậm chủ yếu do sức tiêu thụ sữa của người dân đang chậm lại. Qua đó, doanh thu 2018 tăng nhẹ đạt 52,629 tỷ đồng (+2.9% yoy). Thị phần nội địa của VNM vẫn tăng 0.9% so với năm 2017 nhờ vào: **(1)** Ngành hàng sữa nước, sữa bột, sữa đặc tăng trưởng tốt; **(2)** Sữa chua ăn giảm 0.2% do các đối thủ như TH, Nutifood mở rộng mảng sữa chua, thị phần sữa chua khoảng 80%-85% nên phần giảm không ảnh hưởng nhiều. Bên cạnh đó, Q4/2018 VNM cũng đã trúng gói thầu Sữa Học Đường cho Hà Nội với tổng giá trị là 3,800 tỷ đồng trong 2018-2020 tuy nhiên lợi nhuận đem lại sẽ không đáng kể do việc chiết khấu giá bán gần 20%. Qua đó, chiến lược của VNM đang muốn mở rộng marketing sữa ở Hà Nội và không cho các đối thủ lấy được thị phần.

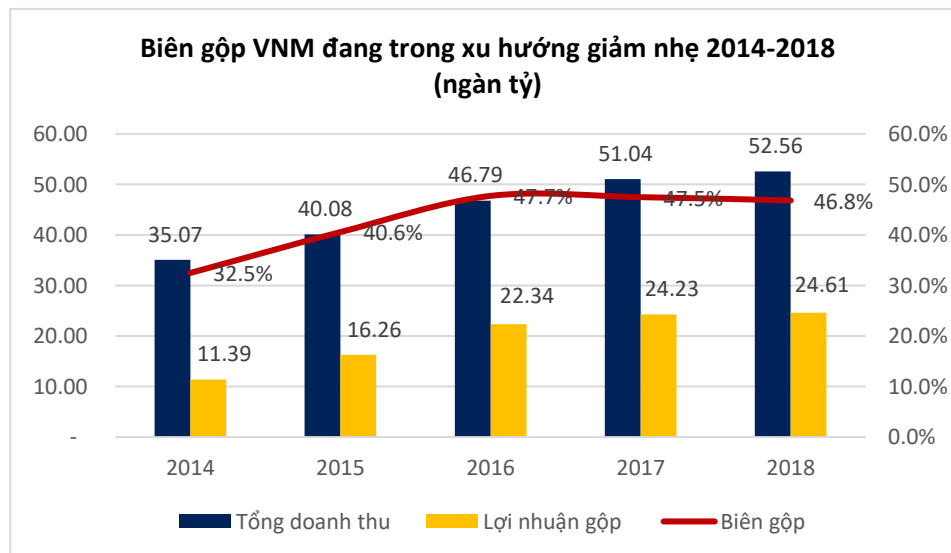


Cơ cấu doanh thu VNM 2018 hiện vẫn tập trung chính ở thị trường nội địa: **(1)** Doanh thu chính từ trong nước đạt 44,747.3 tỷ đồng (+2.69% yoy) cải thiện nhẹ so với năm 2017 là 43,572 tỷ đồng **(2)** Doanh thu từ việc xuất khẩu đạt 7,814.7 tỷ đồng (+4.63% yoy).

Doanh thu xuất khẩu hiện tại vẫn tập trung lớn với 70-80% ở thị trường Iraq vì thế chúng tôi đánh giá việc phụ thuộc quá lớn vào một thị trường sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực nếu tình hình xuất khẩu không khả quan hơn do yếu tố xung đột địa chính trị ở Trung Đông. VNM hiện đang đạt mục tiêu tăng trưởng xuất khẩu ở các thị trường khác như Đông Nam Á (tìm kiếm cơ hội M&A với các đối tác các nước Myanmar, Phillipines) và chờ đợi hiệp định xuất khẩu sữa giữa Việt Nam và Trung Quốc nhằm mở rộng thị trường xuất khẩu. Qua đó, mảng xuất khẩu của VNM sẽ tiếp tục khó khăn trong 2-3 năm nữa khi phải phụ thuộc nhiều vào Iraq hiện vẫn chưa ổn định và thị trường khác thì giá trị xuất khẩu còn nhỏ.

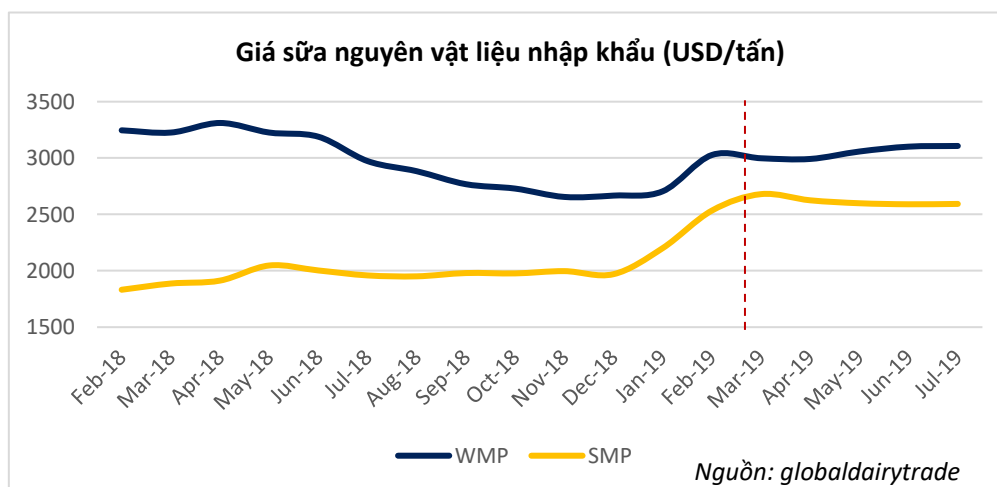


Biên gộp 2018 đạt 46.82% thấp hơn mức 47.48% năm 2017. Lợi nhuận gộp 2018 tăng nhẹ lên 24,611.4 tỷ đồng (+1.5% yoy) tuy nhiên biên lợi nhuận gộp vẫn giảm do giá vốn hàng bán và dịch vụ cung cấp tăng lên 27,950.5 tỷ (+4.26% yoy). Trong đó, nguyên nhân chính tới từ chi phí nguyên vật liệu trong chi phí sản xuất tăng lên 22,569.8 tỷ đồng (+6.8% yoy), chủ yếu là sữa bột nguyên kem, tách béo và chất béo khan nhập từ New Zealand.



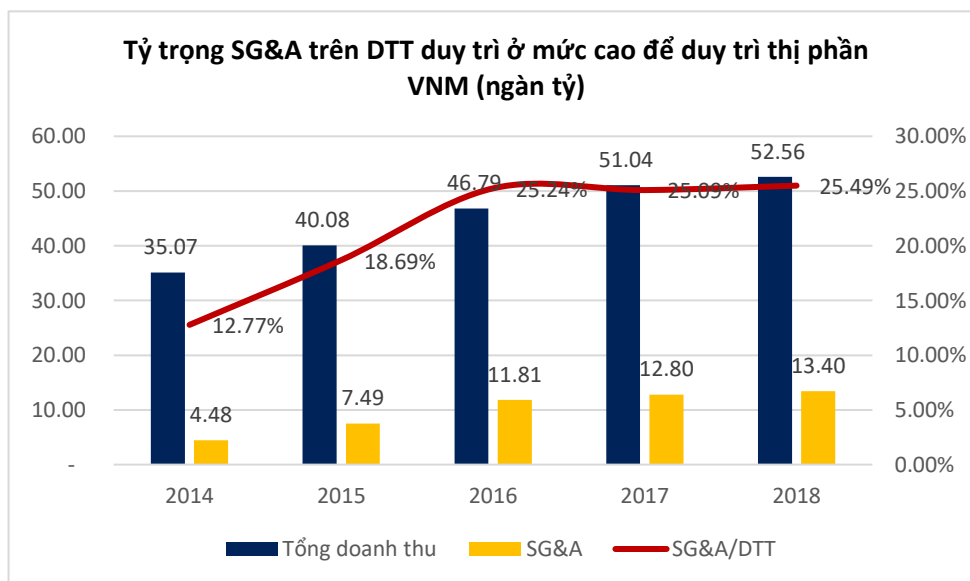
Nguồn: BSC Research, VNM

Chi phí nguyên vật liệu nhập khẩu trong 2018 tiếp tục tăng mạnh đạt 22,569.8 tỷ đồng (+6.8% yoy) so với 21,119.5 tỷ năm 2017. Chúng tôi lưu ý VNM đã chốt xong giá sữa nhập khẩu đợt 1 cho nửa đầu năm 2019 vào cuối năm 2018 với giá không tăng nhiều so với 2018. Hiện tại, giá sữa bột WMP và SMP ở New Zealand đang tăng lại chủ yếu do **(1)** Thời tiết nóng lên gây hạn hán ở New Zealand và **(2)** Trung Quốc đang tăng nhập khẩu sữa bột nguyên liệu. Cụ thể, giá WMP và SMP trên sàn giao dịch New Zealand ở mức \$3,022/tấn (-6.9% yoy) và \$2,580/tấn (+25.7 yoy) tại 19/2/2019. Qua đó, chúng tôi đánh giá biên gộp của VNM sẽ cải thiện lên 47% trong nửa đầu năm 2019 nhưng có thể giảm lại nếu giá sữa bột tiếp tục tăng trong nửa cuối năm 2019.



Nguồn: globaldairytrade

Tỷ trọng SG&A trên DTT 2018 đạt 25.49% cao hơn năm 2017 là 25.09% khiến lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh giảm -1.87%. Nguyên nhân chủ yếu do chi phí khuyến mại, trưng bày và hỗ trợ bán hàng đạt 8,524 tỷ đồng (+11% yoy). Trong khi đó, chi phí quảng cáo và nghiên cứu thị trường cắt giảm còn 1,754.6 tỷ đồng (-11.8%). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc cắt giảm quảng cáo có thể gây thiệt hại cho VNM khi các doanh nghiệp sữa nước ngoài có sức mạnh tài chính sẽ đẩy mạnh marketing để giành lấy thị phần.



Nguồn: BSC Research, VNM

Kế hoạch HDKD 2019

1. VNM dự báo 2019 sản lượng dự kiến tăng 5% (chưa bao gồm sữa học đường), giá bán dự kiến tăng 1-3% nên doanh thu 2019 dự kiến tăng 7-8%.
2. Tiếp tục duy trì SG&A/DTT cao nhằm đạt mục tiêu tăng 1% thị phần sữa nội địa (năm 2018 SG&A/DTT đạt 25.46%).
3. Xuất khẩu đẩy mạnh ở thị trường Đông Nam Á và M&A với các đối tác ở các quốc gia Myanmar, Philippines và đợi hiệp định xuất khẩu sữa giữa Việt Nam và Trung Quốc dự kiến ký vào tháng 4/2019 để xuất khẩu sang Trung Quốc.

Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng của VNM khoảng 4%-6%/năm, DT và LNST cho công ty mẹ dự kiến cho năm 2019 lần lượt đạt 55,125 tỷ đồng (+4.74% yoy) và 10,577 (+3.42% yoy) tương ứng EPS FW 2019 là 5,476 đồng/cp (+3.42 yoy), P/E FW là 27.2x, và P/B FW là 8.8x. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **Theo Dõi** cổ phiếu VNM với giá mục tiêu cho 2019 là **142,400** đồng/cp dựa theo phương pháp P/E, với P/E hợp lý cho năm 2019 là 26x (P/E trung vị khu vực Asia =32.89x).

TÓM TẮT CÁC CHỈ TIÊU BÁO CÁO TÀI CHÍNH

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	35,072	40,080	46,794	51,041	52,562
LN gộp	11,392	16,262	22,336	24,234	24,611
DT tài chính	574	649	723	816	760
CP tài chính	(82)	(163)	(102)	(87)	(118)
Lãi vay	(40)	(31)	(46)	(29)	(51)
CP bán hàng	(3,684)	(6,258)	(10,759)	(11,537)	(12,266)
CP QLDN	(795)	(1,233)	(1,053)	(1,268)	(1,133)
Lãi/lỗ HĐKD	7,464	9,271	11,160	12,226	11,877
TN nhập khác (ròng)	150	96	77	3	175
LN trước thuế	7,613	9,367	11,238	12,229	12,052
LN sau thuế	6,068	7,770	9,364	10,278	10,206
LN CĐ thiếu số	(1)	(4)	14	(17)	(22)
LN Cty mẹ	6,069	7,773	9,350	10,296	10,227
EPS					

TS ngắn hạn	15,458	16,732	18,674	20,307	20,560
Tiền và ĐT ngắn hạn	8,997	10,027	11,109	11,525	10,197
Phải thu ngắn hạn	2,777	2,685	2,867	4,592	4,639
Tồn kho	3,555	3,810	4,522	4,021	5,526
TS ngắn hạn khác	129	209	176	170	198
TS dài hạn	10,312	10,746	10,705	14,360	16,806
Phải thu dài hạn	22	21	22	54	88
TSCĐ	8,086	8,214	8,321	10,609	13,365
TS dở dang dài hạn	890	844	993	1,929	868
TS dài hạn khác	495	585	618	1,117	1,325
Tổng TS	25,770	27,478	29,379	34,667	37,366
Nợ phải trả	5,970	6,554	6,973	10,794	11,095
Nợ ngắn hạn	5,453	6,004	6,457	10,196	10,640
Vay ngắn hạn	1,280	1,475	1,333	268	1,060
Nợ dài hạn	517	550	515	599	455
Vay dài hạn	346	368	327	275	216
Vốn chủ sở hữu	19,680	20,924	22,406	23,873	26,271
Vốn góp	10,006	12,007	14,515	14,515	17,417
LN chưa phân phối	7,158	5,392	5,592	5,737	7,155
Tổng nguồn vốn	25,770	27,478	29,379	34,667	37,366

% yoy DT	#N/A	85.32%	76.17%	64.92%	49.87%
Biên ln gộp	32.48%	40.57%	47.73%	47.48%	46.82%
Lãi vay/DTT	0.11%	0.08%	0.10%	0.06%	0.10%
CP bán hàng/DTT	10.51%	15.61%	22.99%	22.60%	23.34%
CP QLDN/DTT	2.27%	3.08%	2.25%	2.48%	2.16%
Biên ln thuần	17.30%	19.38%	20.01%	20.14%	19.42%

DT đạt 52,562 tăng nhẹ 3% yoy, thị phần VNM tăng lên 58.9% toàn ngành sữa Việt Nam. Chúng tôi lưu ý ngành sữa Việt Nam và Châu Á đều đang chậm dần đà tăng do nhu cầu tiêu thụ sữa giảm đi.

Chi phí bán hàng chiếm tỷ trọng 23.33% trong cơ cấu doanh thu và tiếp tục tăng 6.3% yoy do đặc thù ngành FMCG phải tăng trưởng quảng cáo thu hút khách hàng và chi cho các chiến dịch khuyến mãi.

VNM luôn là một công ty tài chính khỏe mạnh với lượng tiền mặt lớn. Tuy nhiên các khoản phải thu ngắn hạn có tăng lên 5,526 tỷ đồng (+37.4% yoy) do thay đổi chính sách bán hàng để hỗ trợ điểm bán.

Nợ vay ngắn hạn và dài hạn của VNM thấp chỉ chiếm 3.4% . Bên cạnh đó, VNM vẫn duy trì chia cổ tức bằng tiền mặt cao với 50% vốn điều lệ.

Biên lợi nhuận gộp của VNM giảm về 46.82% và tỷ trọng CPBH/DTT tăng khiến Biên LN thuần giảm chỉ còn 19.42%.

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

	2014	2015	2016	2017	2018
1. Khả năng thanh toán					
Hsố TT ngắn hạn	2.83	2.79	2.89	1.99	1.93
Hsố TT nhanh	2.16	2.12	2.16	1.58	1.39
2. Cơ cấu vốn					
TSNH/ TTS	0.60	0.61	0.64	0.59	0.55
TSDH/ TTS	0.40	0.39	0.36	0.41	0.45
Hsố Nợ/ TTS	0.23	0.24	0.24	0.31	0.30
Hsố Nợ/ VCSH	0.30	0.31	0.31	0.45	0.42
Nợ ngắn hạn / TTS	0.21	0.22	0.22	0.29	0.28
Nợ DH / TTS	0.020	0.020	0.018	0.017	0.012
3. Năng lực hoạt động					
Vquay hàng tồn kho	7.0	6.5	5.9	6.3	5.9
Vquay phải thu	18.1	19.2	21.3	17.6	15.1
Vquay phải trả	12.4	11.8	10.6	8.1	7.4
Số ngày HTK	52.2	56.4	62.2	58.2	62.3
Số ngày phải thu	20.1	19.0	17.1	20.7	24.2
Số ngày phải trả	29.4	31.0	34.5	45.3	49.3
CCC	42.95	44.45	44.80	33.57	37.24
4. Khả năng sinh lời					
LNST/DTT (%)	17.3%	19.4%	20.0%	20.1%	19.4%
LNST/VCSH (%)	32.6%	38.3%	43.2%	44.4%	40.7%
LNST/TTS	24.9%	29.2%	32.9%	32.1%	28.3%
LN từ HĐKD/DTT	21.3%	23.1%	23.8%	24.0%	22.6%
5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)					
TTS/VCSH	1.31	1.31	1.31	1.38	1.44
DT/TTS	1.44	1.51	1.65	1.59	1.46
EBIT/DT	0.22	0.23	0.24	0.24	0.23
EBT/EBIT	0.99	1.00	1.00	1.00	1.00
lãi ròng/LNTT	0.797	0.829	0.833	0.840	0.847
6. Định giá					
PE		27.2	24.6	22.3	28.1
PB		9.2	10.4	9.8	8.0
EPS		6,474	6,442	7,093	5,295
BVPS		17,234	15,273	16,105	15,086
7. Tăng trưởng (%)					
TTS	12.7%	6.6%	6.9%	18.0%	7.8%
Nợ	12.2%	6.3%	7.1%	6.5%	10.0%
DTT	13.3%	14.3%	16.8%	9.1%	3.0%
LN gộp	1.9%	42.8%	37.3%	8.5%	1.6%
LNST	-7.1%	28.0%	20.5%	9.8%	-0.7%
EPS					

Tiền mặt giảm nhẹ xuống còn 10.1 ngàn tỷ khiến hệ số thanh toán ngắn hạn giảm còn 1.93x tuy nhiên vẫn trong mức an toàn.

Hiện tại, VNM đang áp dụng chính sách bán hàng mới nhằm hỗ trợ cho đối tác, vì thế số ngày phải thu đã tăng lên 24.2 ngày so với 20.7 ngày năm 2017. Ngoài ra, VNM cần đẩy mạnh bán hàng nhằm ổn định lại số ngày HTK hiện đã tăng lên 62.3 trong năm 2018.

Chúng tôi lưu ý khả năng sinh lợi của VNM đang suy giảm đáng kể xuống 19.4% trong 2018 so với 20.1% 2017. VNM cần kiểm soát lại chặt chẽ các chi phí lớn của mình.

Hiện tại, P/E của VNM là 28.2x tại ngày 22/2/2019. Tuy nhiên, do tình hình thị trường vẫn còn nhiều khó khăn nên chúng tôi dự báo P/E hợp lý cho 2019 quanh vùng 25-26x.

VNM_Giữ nhịp tăng

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: tăng trong ngắn hạn và giữ đà tăng trong trung hạn
- Chỉ báo xu hướng MACD: Phân kỳ dương trên đường trung tâm và ở trên đường tín hiệu.
- Chỉ báo RSI: trong vùng quá mua
- Đường MA: Các đường MA 20, MA 50, MA 100 và MA 150 tiếp tục xu hướng tăng độ dốc hướng lên và MA 200 bắt đầu đảo chiều hướng lên.

Nhận định: Cổ phiếu VNM đang vận động trong kênh giá 137.38 – 146.4. Chỉ báo RSI đang nằm trong vùng quá mua và có xu hướng duy trì vận động trong vùng này trước khi trở về mua. Chỉ báo MACD và vận động của các MA tiếp tục cho thấy đà tăng giá có thể duy trì trong ngắn hạn và trung hạn. Hiện tại, VNM đang tiếp tục đà tăng với thanh khoản tích cực và mức thanh trung bình 20 đã hồi phục về mốc cuối năm 2018. VNM sẽ duy trì đà tăng trước khi tích lũy quanh vùng kháng cự mạnh ở 147.7 và 157.72.

Khuyến nghị: có thể mở vị thế mua ở vùng giá 139.4 - 145.25 và chốt lời ở vùng giá 153.72 – 161.1 trong trường hợp tích cực và cắt lỗ ở mốc 135.4. Trong trường hợp tiêu cực, nhà đầu tư có thể mở vị thế mua ngắn hạn ở vùng giá 136.5 – 142.2 khi tâm lý thị trường bị tác động mạnh từ yếu tố vĩ mô và chốt lời vùng giá 150.5 – 154.1



Nguồn: Amibroker, BSC

Khuyến cáo sử dụng

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 tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của 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: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>

