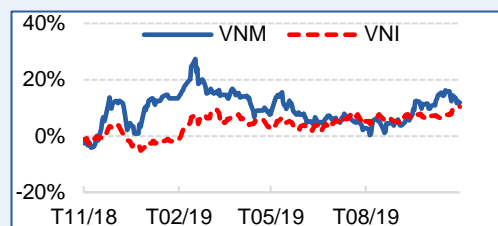


## CTCP Sữa Việt Nam (VNM)

## Gặp gỡ HĐQT

<b>Ngành:</b>	<b>Sữa</b>		<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
<b>Ngày báo cáo:</b>	<b>08/11/2019</b>	Tăng trưởng DT	3,0%	7,2%	7,4%	6,8%
Giá hiện tại:	129.200	Tăng trưởng EPS	-0,7%	4,6%	7,0%	6,3%
Giá mục tiêu gần nhất:	124.600	Biên LN gộp	46,8%	47,3%	47,3%	47,3%
TL tăng:	-3,6%	Biên LN ròng	19,5%	19,0%	18,9%	18,8%
Lợi suất cổ tức:	3,6%	EV/EBITDA	17,0x	15,5x	14,4x	13,5x
Tổng mức sinh lời:	0,0%	Giá CP/Dòng tiền HĐ	25,2x	18,1x	17,4x	16,2x
Khuyến nghị	PHTT	P/E	24,4x	23,4x	21,8x	20,6x



GT vốn hóa:	9,7 tỷ		<b>VNM</b>	<b>VNI</b>
Room KN:	4,0 tỷ	P/E (trượt)	23,4x	16,7x
GTGD/ngày (30n):	6,0tr	P/B (hiện tại)	8,3x	2,4x
Cổ phần Nhà nước:	36%	Nợ ròng/CSH	-0,3x	N/A
SL cổ phiếu lưu hành:	1.741,7tr	ROE	40,5%	14,7%
Pha loãng:	1,741,7tr	ROA	28,8%	2,5%
PEG 3 năm:	3,6			

### Tổng quan công ty

Vinamilk là công ty sữa lớn nhất Việt Nam với thị phần khoảng 60%. Với trên 40 năm kinh nghiệm, Vinamilk xây dựng được thương hiệu lớn với danh mục sản phẩm gồm sữa nước, sữa bột, sữa chua, sữa đặc và các thức uống khác.

**Đặng Văn Pháp**  
Phó Giám đốc

## Triển vọng tăng trưởng ổn định

**Chúng tôi đã tham gia buổi gặp gỡ HĐQT của VNM diễn ra ngày 08/11/2019.** Ghi nhận chính từ buổi gặp gỡ củng cố nhận định của chúng tôi về triển vọng tăng trưởng một chữ số cho cả doanh thu và lợi nhuận của VNM, đến từ (1) tăng trưởng tốc độ một chữ số trong ngành, (2) VNM tăng thị phần 0,3-0,4 điểm phần trăm/năm và (2) biên lợi nhuận ổn định với rủi ro thiên về hướng giảm nhẹ. Theo ban lãnh đạo, doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS có khả năng tăng 6%-7% và 5% lần lượt trong năm 2019 so với 2018, phù hợp với dự báo của chúng tôi. Do đó, chúng tôi cho rằng không có thay đổi đáng kể nào cho dự báo hiện tại, dù cần thêm đánh giá chi tiết.

**VNM tăng thị phần trong 9 tháng 2019, dù mức tăng giảm so với quý trước (QoQ).** Theo ban lãnh đạo, VNM tăng 0,3 điểm phần trăm thị phần trong 9 tháng 2019 so với cuối năm 2018, thấp hơn so với mức tăng 0,6-0,7 điểm phần trăm trong quý 1/2019 và 0,4 điểm phần trăm trong 6 tháng đầu năm 2019. Việc tăng thị phần của VNM được dẫn dắt bởi mảng sữa nước và sữa chua uống. Do đó, về cơ cấu doanh số sữa trong nước, VNM ghi nhận đóng góp tăng của mảng sữa nước và sữa chua; trong khi tỷ lệ đóng góp từ sữa bột và sữa đặc giảm. Theo ban lãnh đạo, thị phần sữa nước của VNM chưa tính đến các sản phẩm thay thế như Milo của Nestle, vốn là một sản phẩm đang tăng trưởng tốt.

**VNM đang chờ đợi phê duyệt mã sản phẩm để bắt đầu xuất khẩu chính thức sang Trung Quốc.** Công ty dự kiến sẽ tập trung vào mảng sữa chua và sữa đặc tại thị trường Trung Quốc.

**Ban lãnh đạo kỳ vọng sẽ không có biến động đáng kể trong giá bột sữa đầu vào trong năm 2020.**

**VNM tiếp tục tăng cường tham gia vào các chương trình sữa Học đường; điều này là tích cực cho sức mạnh thương hiệu mặc dù đóng góp lợi nhuận không đáng kể.** Theo VNM, công ty đang tham gia 15 trong tổng số 17 chương trình sữa Học đường tại Việt Nam. Công ty đã thắng thầu chương trình sữa Học đường tại TP. HCM vào 2 tuần trước. Chúng tôi ước tính các chương trình sữa Học đường hiện đóng góp khoảng 2% vào tổng doanh thu của VNM.

**Trang trại bò sữa của VNM tại Lào có thể đạt quy mô lớn.** Theo VNM, công ty đã được cấp phép sử dụng 5.500 ha đất tại Lào để nuôi bò sữa. VNM kỳ vọng vào cuối năm 2020, trang trại bò này sẽ hoạt động với lượng bò sữa đạt 8.000 con, trong đó có 4.000 con đạt tiêu chuẩn organic của Châu Âu. Theo ban lãnh đạo, trang trại bò tại Lào có thể đạt quy mô lên tới 100.000 con bò khi VNM nhiều khả năng sẽ mở rộng thêm được quỹ đất trong tương lai. Hiện tại, VNM sở hữu khoảng 30.000 con bò sữa cùng khoảng 100.000 con thuộc sở hữu của các hộ nông dân liên kết.

VNM mới tung thương hiệu Yoko (sữa nước và sữa bột), sử dụng nguyên liệu nhập khẩu từ Nhật Bản nhằm nắm bắt sự ưa chuộng đang tăng của người tiêu dùng Việt Nam cho các sản phẩm sữa Nhật Bản. Theo quan sát của chúng tôi, sữa công thức Yoko có giá cao hơn khoảng 20% so với thương hiệu cao cấp của VNM là Optimum Gold.

Hình 1: Thương hiệu Yoko của VNM



Nguồn: VCSC

Hình 2: Cửa hàng trưng bày sản phẩm theo mô hình mới của VNM, đặt tại trụ sở chính



Nguồn: VCSC

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đặng Văn Pháp, 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
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	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.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	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 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](http://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
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### **Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143**

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194

#### 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**

- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, 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](mailto: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](mailto: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](mailto: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
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, 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](mailto: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.