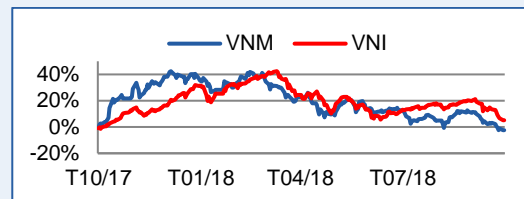


Ngành:	Sữa		2017	9M/18	2018F
Ngày báo cáo:	30/10/2018	Tăng trưởng DT	9,1%	2,2%	5,0%
Giá hiện tại:	117.300VND	Tăng trưởng EPS	9,6%	-7,3%	-0,6%
Giá mục tiêu:	131.300VND	Biên LN gộp	47,5%	46,6%	46,1%
TL tăng:	+11,9%	Biên LN ròng	20,2%	20,0%	19,1%
Lợi suất cổ tức:	+3,8%	EV/EBITDA	15,5x	N/A	15,3x
Tổng mức sinh lời:	+15,7%	Giá CP/Dòng tiền HĐ	19,7x	N/A	19,5x
Khuyến nghị	KHẢ QUAN	P/E	22,0x	N/A	22,2x



GT vốn hóa:	8,8 tỷ USD		VNM	Peers*	VNI
Room KN:	3,6 tỷ USD	P/E (trượt)	23,5x	20,5x	15,7x
GTGD/ngày (30n):	4,4 triệu USD	P/B (hiện tại)	8,4x	2,7x	2,4x
Cổ phần Nhà nước:	36,0%	Nợ ròng/CSH	-27,8%	-26,4%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành	1.741,7tr	ROE	39,6%	15,0%	15,2%
Pha loãng:	1.741,7tr	ROA	28,2%	10,1%	2,4%
PEG 3 năm:	2,7	*Công ty cùng ngành nước ngoài			

Tổng quan công ty

Vinamilk là công ty sữa lớn nhất Việt Nam với thị phần 55%. 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, được phân phối thông qua hệ thống phân phối lớn nhất Việt Nam..

Nguyễn Thị Anh Đào
Chuyên viên Cao cấp

Đặng Văn Pháp, CFA
Trưởng phòng Cao cấp

Doanh số trong nước vẫn thấp, xuất khẩu cải thiện trong Quý 3/2018

Kết quả doanh thu sữa trong nước trong Quý 3/2018 (giảm 4% so với cùng kỳ) thấp hơn so với kỳ vọng của chúng tôi cho việc tiêu thụ phục hồi sau 6 tháng đầu năm kém khả quan. Ngược lại, xuất khẩu cải thiện trong Quý 3 trong khi chi phí quản lý thấp hơn dự báo của chúng tôi. Với các yếu tố bù trừ này, chúng tôi có khả năng sẽ không có nhiều thay đổi cho dự báo LNST hiện tại. Tuy nhiên, chúng tôi sẽ phải tìm hiểu thêm về việc tiêu thụ sữa trong nước tiếp tục yếu, mặc dù chúng tôi vẫn có quan điểm tích cực về tiềm năng của thị trường trong dài hạn, nhờ mức tiêu thụ sữa còn thấp và xu hướng cao cấp hóa.

Doanh số sữa trong nước vẫn thấp. Để loại trừ doanh thu từ mảng kinh doanh đường vừa được hợp nhất, chúng tôi quan sát KQKD công ty mẹ của VNM để ước tính tăng trưởng của mảng sữa trong nước. Dựa theo kết quả này, chúng tôi ước tính doanh thu mảng sữa trong nước của VNM giảm 4% YoY trong quý 3/2018, sau khi giảm 1% YoY trong 6 tháng 2018. Chúng tôi trước đây đã kỳ vọng có sự phục hồi của nhu cầu trong nước cho các mặt hàng tiêu dùng nhanh (FMCG), bao gồm sữa, trong 6 tháng cuối 2018, nhưng điều này chưa thực sự xảy ra.

Xuất khẩu tăng trưởng lại trong quý 3/2018. Chúng tôi lưu ý rằng mảng này sẽ vẫn phụ thuộc lớn vào thị trường Iraq, khi chiếm hơn 70% doanh thu xuất khẩu của VNM. Trong quý 3/2018, xuất khẩu tăng 10% YoY và 11% QoQ (so với quý trước). Nhìn chung, xuất khẩu giảm 4,5% YoY trong 9 tháng 2018, cao hơn một chút so với dự báo mức giảm 6% của chúng tôi cho cả năm 2018 so với 2017.

Biên LN gộp từ sữa trong nước vẫn giữ mức cao. Biên LN gộp mảng sữa trong nước duy trì ổn định đạt 48,3% trong quý 3/2018 (+80 điểm cơ bản YoY) so với 48,1% trong 6 tháng 2018, theo ước tính của chúng tôi. Mặt khác, biên LN gộp chung của tổng doanh thu trong nước, bao gồm cả mảng kinh doanh đường vừa hợp nhất bị ảnh hưởng bởi biên LN của ngành đường thấp hơn. Theo ước tính của chúng tôi, mảng đường đóng góp xấp xỉ 5% tổng doanh thu trong nước của VNM trong 9 tháng 2018.

Chi phí bán hàng và quản lý (SG&A) tăng từ mức thấp trong cùng kỳ. Chi phí SG&A tính theo phần trăm doanh thu tăng 1,1 điểm % trong 9 tháng 2018 so với 9 tháng 2017 lên 23,8% do chi phí khuyến mãi, trưng bày và hoa hồng cao hơn (+9% YoY), khiến LN từ HĐKD giảm 9% YoY. Chúng tôi lưu ý rằng chi phí SG&A trong 9 tháng 2017 có mức cơ sở thấp khi VNM ghi nhận trước một số khoản chi phí quảng cáo và khuyến mãi lớn trong quý 4/2016, lẽ ra được ghi nhận trong quý 1/2017. Mặt khác, sau khi giảm 2% trong 9 tháng 2017 so với 9 tháng 2016, chi phí G&A (quản lý) tăng mạnh 78% YoY trong quý 4/2017 so với quý 4/2016, do tăng thưởng tiền

mặt cho CB-CNV nhờ diễn biến kinh doanh vượt trội của mảng sữa trong năm 2017. Với KQKD trầm lắng của mảng sữa trong nước tính đến thời điểm hiện tại của năm 2018, chúng tôi cho rằng mức thưởng cho CB-CNV cao như quý 4/2017 khó có lặp lại trong quý 4/2018.

KQKD quý 3 và 9 tháng 2018 của VNM

Tỷ đồng	Q3 2017	Q3 2018	Tăng trưởng	9T 2017	9TM 2018	Tăng trưởng YoY	% dự báo 2018 của VCSC
Doanh thu thuần	13,293	13,735	3.3%	38,691	39,558	2.2%	73.8%
Trong nước*	11,503	11,659	1.4%	33,021	33,867	2.6%	73.2%
Xuất khẩu	1,117	1,226	9.7%	3,423	3,268	-4.5%	78.9%
Driftwood, Angkor Milk	673	850	26.4%	2,246	2,423	7.9%	76.8%
LN gộp	6,271	6,494	3.6%	18,630	18,449	-1.0%	74.7%
Trong nước*	5,423	5,405	-0.3%	15,867	15,678	-1.2%	73.7%
Xuất khẩu	710	743	4.6%	2,261	1,947	-13.9%	79.7%
Driftwood, Angkor Milk	138	345	150.8%	502	824	64.2%	87.1%
Chi phí bán hàng	-2,981	-3,411	14.4%	-8,337	-8,905	6.8%	73.2%
Chi phí G&A	-265	-287	8.1%	-739	-803	8.6%	67.9%
LN từ HĐKD	3,025	2,796	-7.6%	9,554	8,741	-8.5%	77.1%
LNTT	3,224	3,034	-5.9%	10,143	9,371	-7.6%	76.9%
LNST trừ lợi ích CĐTS	2,694	2,560	-5.0%	8,551	7,928	-7.3%	77.5%

Nguồn: VNM, VCSC (*bao gồm đường)

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 đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (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 đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (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 Tiên Sơn, Chuyên viên, ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139

Vĩ mô và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

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

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

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130

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

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 28 3914 3588, ext 102
michel.tosto@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

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

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

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 Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

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

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.