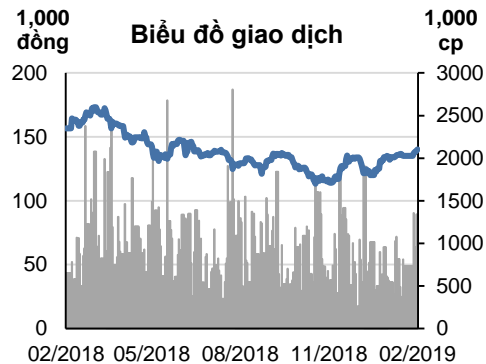


VNM (HOSE) Báo cáo cập nhật buổi thăm doanh nghiệp 4Q2018

Hàng tiêu dùng

Giá thị trường (VND) **142,000**



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	18%	6%	24%	-9%
Tương đối	11%	-1%	17%	-2%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thông kê 19/02/2019

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	113.4k-173.1k
SL lưu hành (triệu cp)	1,741
Vốn hóa (tỷ đồng)	247,280
Vốn hóa (triệu USD)	10,659
% khối ngoại sở hữu	60%
SL cp tự do (triệu cp)	804
KLGD TB 3 tháng (cp)	807,159
VND/USD	23,201
Index: VNIndex / HNX	951/106

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 19/02/2019

SCIC	36.0%
Fraser & Neave Dairy (Thaibev)	17.3%
Platinum Victory Pte (Jardine)	10.6%
Cổ đông khác	36.1%

Nguồn: Stoxplus

Nguyễn Hoàng Hà

(+84-28) 3914 8585 - Ext: 1463

ha.nh@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Kết quả kinh doanh năm tài chính 2018

- Doanh thu thuần hợp nhất của VNM đạt ~52,500 tỷ đồng, tăng 3% n/n. Trong khi đó, doanh thu công ty mẹ (không bao gồm Driftwood Dairy, Angkor Dairy & VietSugar) đạt ~46,900 tỷ đồng, giảm -1.2% n/n. VNM đã báo cáo LNST năm tài chính 2018 là 10,227 tỷ đồng, giảm nhẹ so với năm 2017. EPS điều chỉnh là 5,295 đồng, tương đương P/E trượt 12 tháng là 26.8 tại mức giá đóng cửa ngày 18/02/2019.

- Ban lãnh đạo công ty cho biết năm 2018 là năm tồi tệ nhất từ trước đến nay do sự sụt giảm nhu cầu bất ngờ trên toàn ngành sữa Việt Nam, thậm chí cả với các nước ASEAN. Song thị phần chung của công ty vẫn tăng 0.9% n/n cả năm 2018 với xu hướng tăng của hầu hết dòng sản phẩm (trừ sữa chua do cạnh tranh gay gắt). Ban lãnh đạo tin rằng vị thế cạnh tranh của Vinamilk vẫn duy trì và ngày càng mạnh mẽ.

Triển vọng năm 2019 dự kiến tích cực hơn

- *Trong nước:* công ty sẽ tiếp tục ra mắt các dòng sản phẩm cao cấp mới, như sữa công thức organic cho trẻ sơ sinh (cả dạng bột và dạng nước), sữa chua uống và sữa nước organic. Ban lãnh đạo có kế hoạch giành được ít nhất 1% thị phần chung ngành sữa trong năm 2019, bằng cách đẩy mạnh tiếp thị & khuyến mại trên kênh bán hàng tạp hóa. Doanh thu năm tài chính 2019 dự kiến sẽ tăng khoảng 7% - 8%, nhờ tăng trưởng sản lượng 5% và tăng giá bán 1% - 3%. Mặc dù không chia sẻ con số chính xác, ban lãnh đạo cho biết nhu cầu sữa trong nước vào tháng 01/2019 có vẻ khá tốt, do đó kết quả kinh doanh 1Q2019 có thể sẽ tốt hơn so với cùng kỳ.

- *Xuất khẩu:* Bất chấp doanh số bán hàng trì trệ tại Iraq (chiếm ít nhất 70% doanh thu xuất khẩu của VNM), công ty hiện đang tập trung vào các thị trường Đông Nam Á đầy hứa hẹn. Doanh số bán hàng ở Campuchia tăng 50% n/n trong năm 2018. Hơn nữa, công ty cũng đang tìm kiếm đối tác tại Myanmar, một thị trường sữa sơ khai với 50% sản phẩm sữa không nhãn hiệu. Đồng thời, ban lãnh đạo cũng chia sẻ rằng vào ngày 02/04/2019, chính phủ Việt Nam và Trung Quốc sẽ ký kết một Hiệp định chính thức để VNM xuất khẩu một số sản phẩm đầu tiên sang Trung Quốc. Công ty đã có các nhà phân phối thông qua mạng lưới của Jardine và trước tiên sẽ thử nghiệm nhu cầu người tiêu dùng Trung Quốc đối với sản phẩm sữa chua ăn & sữa chua uống.

- *Biên lợi nhuận:* Giá sữa bột béo (WMP) vọt lên mức 3,027 USD/MT vào tháng 02/2019, tương ứng tăng mạnh 9% so với tháng trước, theo GlobalDairyTrade. Ban lãnh đạo nói rằng VNM mới chỉ chốt giá nguyên liệu WMP cho 6 tháng đầu năm 2019. Do đó, họ có kế hoạch tăng giá 1% - 3% để bù đắp cho khả năng biến động giá nguyên liệu vào nửa cuối 2019 để duy trì biên lãi gộp ổn định. Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp/doanh số cũng sẽ không đổi với so với năm 2018.

- *Chi phí đầu tư, xây dựng cơ bản:* Theo ban lãnh đạo, năm 2019, VNM sẽ tiếp tục tập trung vào phát triển các trang trại để kiểm soát chặt hơn nhu cầu nguyên liệu đầu vào, đạt ít nhất 20% nguồn cung tự chủ, 20% từ nông dân trong nước và 60% nhập khẩu – vào cuối năm 2022. Về lâu dài, việc kiểm soát nguyên liệu đầu vào sẽ giúp VNM duy trì biên lợi nhuận gộp ổn định cũng như tung ra các sản phẩm cao cấp như sữa organic, sữa hạt, v.v.

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH		Vốn hóa: 247,222 tỷ đồng				
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018U	2019E	2020E	
Doanh thu thuần	46,794	51,041	52,562	55,319	58,850	
Tăng trưởng (%)	16.8%	9.1%	3.0%	5.2%	6.4%	
Nội địa	38,099	43,572	44,747	46,270	48,337	
Xuất khẩu	8,695	7,469	7,815	9,048	10,513	
GVHB	24,459	26,807	27,950	29,872	31,779	
Biên LN gộp (%)	47.7%	47.5%	46.8%	46.0%	46.0%	
Chi phí BH & QLDN	11,812	12,804	13,399	14,061	14,785	
EBITDA	11,715	12,730	12,840	13,187	14,262	
Biên lợi nhuận (%)	25.0%	24.9%	24.4%	23.8%	24.2%	
Khấu hao	1,191	1,300	1,627	1,801	1,975	
Lợi nhuận từ HĐKD	10,524	11,430	11,213	11,386	12,286	
Biên LN HĐKD (%)	22.5%	22.4%	21.3%	20.6%	20.9%	
Chi phí lãi vay ròng	-676	-787	-664	-623	-758	
% so với nợ ròng	7.7%	7.7%	6.4%	5.8%	5.8%	
Khả năng trả lãi vay (x)	-16	-15	-17	-18	-16	
Lãi/lỗ khác	38	12	175	75	75	
Thuế	1,874	1,951	1,875	1,880	2,041	
Thuế suất hiệu dụng (%)	16.7%	16.0%	15.6%	15.6%	15.6%	
Lợi nhuận ròng	9,364	10,278	10,177	10,204	11,078	
Biên lợi nhuận (%)	20.0%	20.1%	19.4%	18.4%	18.8%	
Lợi ích CĐ thiếu số	14	-17	-22	-9	-16	
LN cho công ty mẹ	9,350	10,296	10,199	10,212	11,095	
Số lượng CP (triệu)	1,451	1,451	1,742	1,742	1,742	
EPS hiệu chỉnh (VND)	4,831	5,319	5,269	5,276	5,732	
Tăng EPS (%)	20.3%	10.1%	-0.9%	0.1%	8.6%	
Cổ tức (VND)	4,988	4,000	4,000	4,000	4,000	

CDKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018U	2019E	2020E
Vòng quay phải thu (x)	16.9	13.7	11.4	11.4	11.4
Vòng quay HTK (x)	5.3	5.6	5.1	5.1	5.1
Vòng quay phải trả (x)	4.9	3.4	2.8	2.8	2.8
Thay đổi vốn lưu động	258	-3,689	2,048	-965	-31
Capex	1,142	2,673	3,186	3,186	3,186
Dòng tiền khác	1,005	5,255	642	642	642
Dòng tiền tự do	8,150	7,338	5,928	9,142	9,257
Phát hành cổ phiếu	355	-	-	-	-
Cổ tức	7,238	5,806	7,256	6,968	6,968
Thay đổi nợ ròng	-1,266	-1,532	1,329	-2,174	-2,289
Nợ ròng cuối năm	-9,450	-10,982	-9,653	-11,827	-14,116
Giá trị doanh nghiệp	253,915	255,708	254,372	256,537	258,810
Tổng VCSH	22,406	23,873	25,774	27,988	30,989
Lợi ích cổ đông thiểu số	237	498	490	482	466
VCSH	22,169	23,375	25,284	27,507	30,524
Giá trị sổ sách/cp (VND)	15,273	16,105	14,514	15,790	17,522
Nợ ròng / VCSH (%)	-42.2%	-46.0%	-37.5%	-42.3%	-45.6%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-80.7%	-86.3%	-75.2%	-89.7%	-99.0%
Tổng tài sản	29,379	34,667	37,588	38,650	40,472

Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền

CHỈ SỐ VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018U	2019E	2020E
ROE (%)	43.6%	45.2%	41.9%	38.7%	38.2%
(không gồm lợi ích CĐ thiếu số)					
ROA (%)	31.9%	29.6%	27.1%	26.4%	27.4%
ROIC (%)	68.8%	74.8%	66.5%	60.1%	63.4%
WACC (%)	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
PER (x)	29.0	26.4	26.6	26.6	24.5
PBR (x)	9.2	8.7	9.7	8.9	8.0
PSR (x)	5.2	4.8	4.6	4.4	4.2
EV/EBITDA (x)	21.7	20.1	19.8	19.5	18.1
EV/Sales (x)	5.4	5.0	4.8	4.6	4.4
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	3.6%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%

$EBITDA = DT\ thuần - (GVHB - Khấu\ hao) - Chi\ phí\ BH\ \&\ QLDN$

$EBIT = EBITDA - Khấu\ hao$

$Chi\ phí\ lãi\ vay\ ròng = Chi\ phí\ lãi\ vay - lãi\ tiền\ gửi$

$Lãi/lỗ\ khác\ gồm\ lãi/lỗ\ hoạt\ động\ tài\ chính,\ lãi\ lỗ\ từ\ LDLK\ và\ lãi/lỗ\ khác$

$Tỷ\ lệ\ trả\ cổ\ tức = Cổ\ tức\ đã\ trả / LN\ ròng\ cho\ công\ ty\ mẹ$

Liên hệ

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Tòa nhà TNR

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM

Tel: (+84 28) 3914 8585

Fax: (+84 28) 3821 6898

Phòng Khách hàng Định chế

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Quản lý Khách hàng Tổ chức

(+84 28) 3914 8585 (x1444)

uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do **Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS)** phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của **KIS** được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. **KIS** không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của **KIS**.