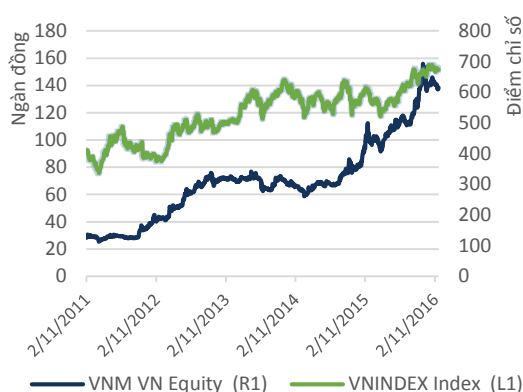


CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM (VNM)
NGÔ THỊ THANH TÂM

Chuyên viên phân tích

 Email: tamntt@fpts.com.vn

Điện thoại: (84.8) 6290 8686 / ext: 7581

Diễn biến chỉ số giá của VNM và VN-Index

TÓM TẮT NỘI DUNG

SCIC công bố chào bán 130,630,680 cổ phần tương ứng 9% vốn điều lệ của VNM. Hiện tại đại diện SCIC cho biết, chưa có bất kỳ lời đề nghị chính thức mua lại số cổ phần từ bên nào. Giá đặt mua không thấp hơn giá khởi điểm và giá sàn của VNM vào ngày chào bán 2/12/2016 (dựa trên giá đóng cửa ngày 1/12/2016).

Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2016 vẫn đạt mức tăng trưởng cao, tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của VNM lần lượt là 17.54% và 27.97% so với cùng kỳ 2015.

KQKD (tỷ đồng)	2012	2013	2014	2015	9 tháng 2015	9 tháng 2016
Doanh thu thuần	26,562	30,949	35,072	40,080	29,765	34,987
<i>Tăng trưởng doanh thu</i>	<i>22.81%</i>	<i>16.52%</i>	<i>13.32%</i>	<i>14.28%</i>		<i>17.54%</i>
Lợi nhuận sau thuế	5,819	6,534	6,069	7,773	5,877	7,521
<i>Tăng trưởng LNST</i>	<i>37.96%</i>	<i>12.28%</i>	<i>-7.12%</i>	<i>28.09%</i>		<i>27.97%</i>

Doanh thu 9T 2016 tăng do tăng sản lượng bán. Góp phần làm LNST tăng.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	9 tháng 2016
ROE	50.2%	41.3%	41.6%	39.6%	29.4%	34.7%	38.2%
ROA	37.6%	32.0%	33.0%	30.7%	25.0%	29.2%	32.2%

ROE và ROA có xu hướng được cải thiện trở lại kể từ năm 2014.

Rủi ro từ giá sữa NVL tăng được dự báo không xảy ra vào 3-5 năm tới. Rủi ro lớn nhất ảnh hưởng đến lợi nhuận của VNM là giá sữa nguyên liệu, theo bà Mai Kiều Liên, giá sữa nguyên liệu sẽ khó tăng lên lại đỉnh năm 2014 trong vòng 3-5 năm nữa.

Tốc độ tăng trưởng trong 3 năm tới khoảng 8%/năm. Động lực chính cho sự tăng trưởng này sẽ đến từ: (i) triển vọng còn rất lớn của thị trường nội địa khi mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người còn thấp so với các nước trong khu vực, (ii) sự gia tăng thị phần, đặc biệt ở thị trường nông thôn, và (iii) việc mở rộng các thị trường xuất khẩu.

Thông tin giao dịch

Giá hiện tại (VNĐ/cp)	138,500
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	156,000
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	93,333
Số lượng CP niêm yết (cp)	1,451,453,429
Số lượng CP lưu hành (cp)	1,451,450,889
KLGD b/quân 3 tháng (cp/phiên)	1,518,498
Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)	14,514.53
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	201,025.90

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam
Địa chỉ	10 đường Tân Trào, phường Tân Phú, Quận 7, TP HCM
Doanh thu chính	Chế biến, sản xuất và kinh doanh các mặt hàng sữa, nước giải khát. Chăn nuôi bò để cung cấp sữa tươi.
Chi phí chính	Chi phí sữa nguyên liệu.
Lợi thế cạnh tranh	Quy mô, thương hiệu
Rủi ro chính	Rủi ro biến động giá sữa nguyên liệu

Danh sách cổ đông
Tỷ lệ %

Tổng công ty đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước	44.73
F&N Dairy Investments Pte Ltd	10.95
Arisaig Asean Fund Limited	1.64
Mai Kiều Liên	0.28
Ngô Thị Thu Trang	0.06
Khác	49.1

I. MỘT SỐ THÔNG TIN SCIC THOÁI VỐN

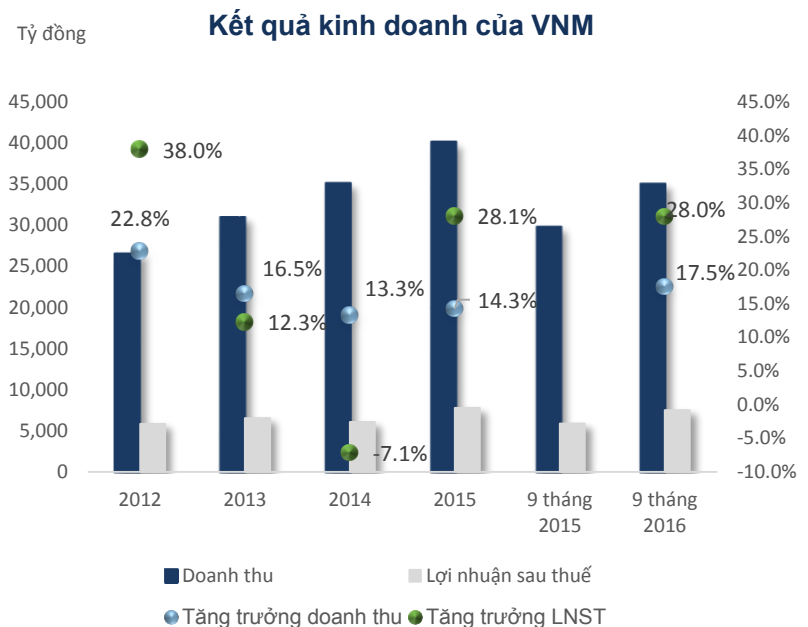
SCIC công bố chào bán 130,630,680 cổ phần tương ứng 9% vốn điều lệ của VNM. Đợt đấu giá này không phân biệt nhà đầu tư trong nước hay nước ngoài, không lựa chọn nhà đầu tư chiến lược và hiện SCIC chưa có kế hoạch cho các đợt thoái vốn kế tiếp.

Hiện tại đại diện SCIC cho biết, chưa có bất kỳ lời đề nghị chính thức mua lại số cổ phần từ bên nào.

Mốc thời gian quan trọng:

- Từ ngày 23/11-02/12/2016: SCIC sẽ công bố thông tin về giá khởi điểm, số lượng cổ phiếu đặt mua tối thiểu, bước khối lượng. SCIC thoái vốn thông qua đấu giá ở sở giao dịch chứng khoán TP HCM, tuy nhiên, tiếp thu góp ý của nhà đầu tư, để tiếp cận được với nhiều nhà đầu tư hơn thì SCIC sẽ xem xét vấn đề đấu giá thông qua các tổ chức tài chính trung gian. Những vấn đề trên sẽ được thông báo trong tuần làm việc này 21-25/11/2016.
- Ngày 2/12/2016 tổ chức chào bán, lựa chọn nhà đầu tư và ký hợp đồng: giá đặt mua không thấp hơn giá khởi điểm và giá sàn của VNM vào ngày chào bán (dựa trên giá đóng cửa ngày 1/12/2016).

II. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH



Nguồn: VNM

Từ năm 2012 đến nay, tăng trưởng doanh thu thuần hợp nhất của VNM có xu hướng giảm. Do quy mô doanh thu lớn, tính trên giá trị tuyệt đối, doanh thu của VNM tăng đều khoảng 5,000 tỷ đồng/năm.

Về cơ cấu doanh thu, chủ yếu đến từ mảng sữa chiếm trên 95%, còn lại đến từ nước giải khát, kem, pho mai. Trong đó, thị trường nội địa chiếm khoảng 80% doanh thu và xuất khẩu chiếm 20%. Mức độ đóng góp vào doanh thu từ thị trường nội địa giảm dần, thị trường xuất khẩu tăng dần. Trong đó, nhu cầu thị trường trong nước tăng chủ yếu đến từ vùng nông thôn.

Doanh thu	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nội địa	89%	87%	86%	86%	84%	80%
Xuất khẩu	11%	13%	14%	14%	16%	20%

Nguồn: VNM

Về mạng lưới bán hàng, VNM có mạng lưới rộng khắp cả nước, chỉ đứng sau quy mô mạng lưới của Masan. Năm 2015, kênh bán hàng truyền thống mang lại 85% doanh thu, kênh bán hàng hiện đại mang lại 15% doanh thu. Ở kênh truyền thống, VNM có 243 nhà phân phối độc quyền từ đó phân phối đến các điểm bán lẻ trong khu vực địa lý của mình. Ở kênh hiện đại, ngoài siêu thị và cửa hàng tiện lợi, VNM còn có khoảng 200 VNM Shop.

Giá NVL sữa năm nay bắt đầu tăng từ tháng 3 đến nay, so với cuối năm ngoái đã tăng 25-30%, đỉnh giá cao nhất là vào năm 2014. Theo bà Mai Kiều Liên, trong vòng 3-5 năm nữa lịch sử này sẽ không lặp lại. Năm 2014 giá NVL sữa tăng cao do Trung Quốc thiếu hụt nguồn cung. Đến nay, cung toàn cầu đã tốt lên, ở thị trường Trung Quốc cung đã tăng và cầu tiêu thụ suy giảm. Giải thích cho việc giá NVL sữa tăng 25-30% từ đầu năm đến nay là do giá NVL sữa đi từ đáy lên, ở mức đáy người dân Châu Âu từ chối chăn nuôi, khiến cho nhà nước phải trợ giá đẩy giá tăng. Theo bà Liên, mức giá NVL sữa hiện nay là hợp lý.

Trong xu hướng giá tăng này, VNM đã có những công tác chuẩn bị đối với NVL nhập từ Mỹ và Châu Âu. VNM hiện tại đã có các hợp đồng ký kết về giá NVL đến tháng 5 năm sau. Nhờ việc ký hợp đồng tương lai (nhiều kỳ hạn khác nhau nhưng tối đa là 1 năm tùy vào dự báo giá của doanh nghiệp) đã giúp cho VNM không chịu hoàn toàn áp lực từ việc giá NVL tăng 25-30% này.

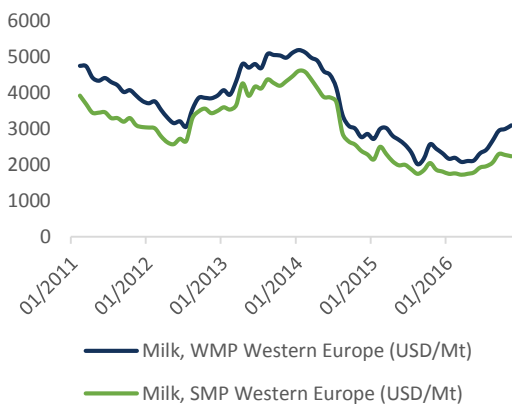
Kết quả kinh doanh 9 tháng 2016 cải thiện đáng kể so với năm 2015. Biên lợi nhuận được củng cố. Chi phí NVL sữa bột chiếm đến 70% chi phí nguyên liệu đầu vào. Năm 2014, giá NVL sữa bột tăng mạnh làm biên lợi nhuận của VNM bị ảnh hưởng. Đến năm 2015-2016 giá NVL sữa bột giảm so với năm 2014 là nguyên nhân chính làm biên lợi nhuận của VNM tăng trở lại.

VNM sử dụng cơ cấu vốn thận trọng.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	9 tháng 2016
Tỷ lệ Nợ vay/ VCSH (%)	7.13	0.00	0.00	2.07	8.21	8.81	8.1

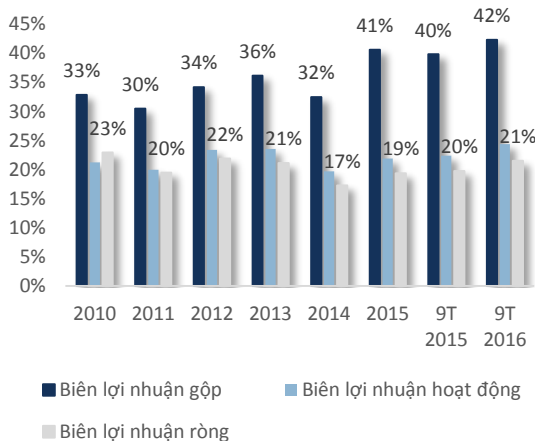
Nguồn: VNM

Giá nguyên liệu sữa bột



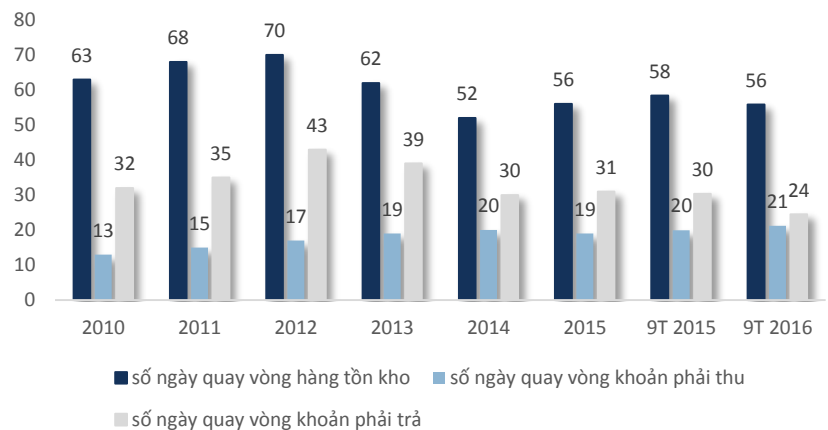
Nguồn: Global daily trade

Hiệu quả quản lý chi phí



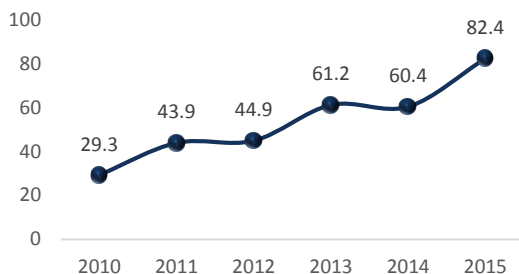
Nguồn: VNM

Hiệu quả sử dụng vốn lưu động



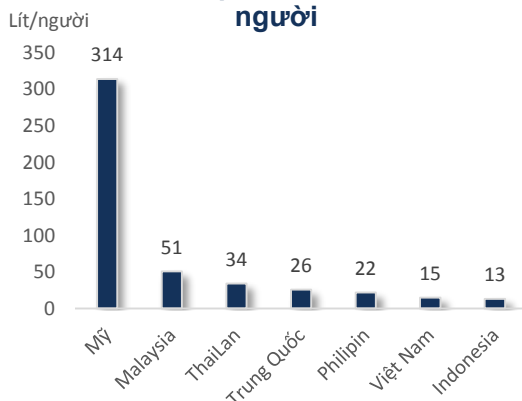
Nguồn: FPTIS tổng hợp

Tỷ lệ trả cổ tức (%)



Nguồn: FPTIS tổng hợp

Mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người



Nguồn: VNM

VNM có lượng tiền mặt dồi dào. Với doanh số lớn, việc quản lý khoản phải thu, hàng tồn kho, khoản phải trả của VNM tốt, ổn định. Thực hiện chính sách báo cáo lên cấp quản lý cao nhất về tình hình sử dụng vốn lưu động hàng tháng, giúp lợi nhuận được chuyển thành tiền mặt nhanh chóng.

Tỷ lệ trả cổ tức cao, năm 2016 VNM trả cổ tức tối thiểu trên 50% LNST. Trong những năm gần đây, VNM có xu hướng trả cổ tức cao. Có thể thấy nguyên nhân đến từ kết quả kinh doanh tốt, nguồn tiền mặt dồi dào, đi kèm với đó là chủ đích nhận cổ tức lớn trước khi thoái vốn của SCIC và thuận tiện cho chương trình phát hành ESOP cho nhân viên của VNM.

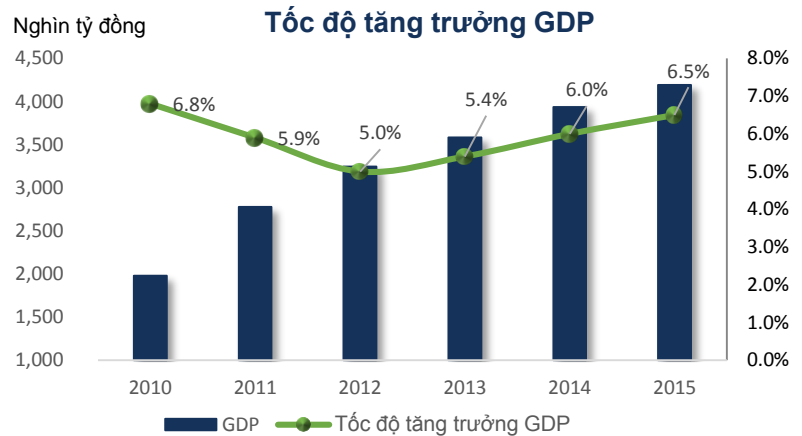
Đội ngũ quản lý nhiều năm kinh nghiệm, tâm huyết với nghề. Đến tháng 4 năm sau bà Mai Kiều Liên sẽ hết nhiệm kỳ, kết quả nhân sự chưa được tiết lộ nhưng VNM đã có sự chuẩn bị trong 2 năm qua cho đội ngũ kế thừa.

III. TRIỂN VỌNG ĐẾN NĂM 2019

Tăng trưởng của ngành thực phẩm đồ uống Việt Nam từ năm 2010 đến 2015 tăng bình quân 14%/năm, dự báo từ năm 2015 đến 2020 tốc độ tăng trưởng này là 9%/năm (theo VNM- dữ liệu ngành công nghiệp).

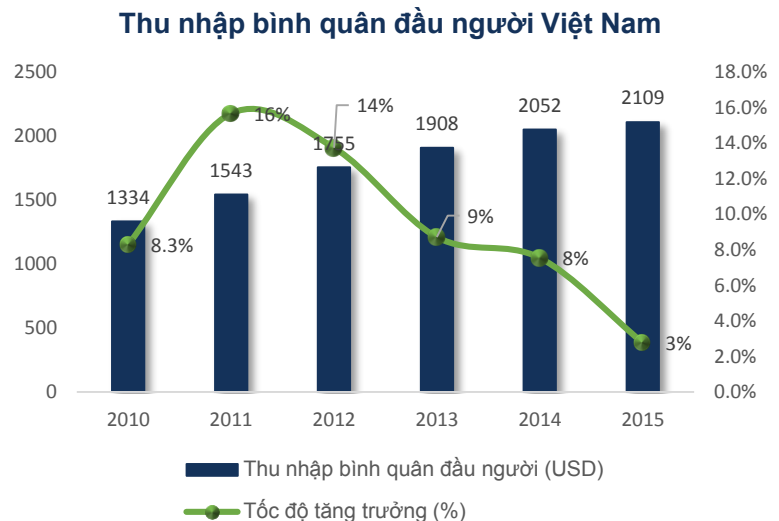
Ngành sữa nói riêng còn nhiều triển vọng, sức mua còn tăng cao. Việt Nam đang ở điểm dân số vàng, độ tuổi bình quân cả nước là 30 tuổi. Hàng năm có 1.2 triệu trẻ sinh ra giúp cho sức mua tăng. Mức tiêu thụ bình quân đầu người ở Việt Nam hiện tại là 15 lít/ người, so với các nước khác là Phi-lip-pin, Thái Lan, Trung Quốc và đặc biệt là Châu Âu thì còn thấp.

Tốc độ tăng trưởng GDP ổn định, năm sau cao hơn năm trước và khá cao so với khu vực.



Nguồn: GSO

Thu nhập bình quân đầu người còn tiềm năng tăng trưởng, tạo điều kiện thuận lợi để tăng nhu cầu tiêu thụ sữa.



Nguồn: GSO

Bên cạnh tăng trưởng ngành, tăng trưởng trong tương lai của VNM đến từ tăng trưởng thị phần. 49% thị phần ngành sữa thuộc về VNM, còn lại thuộc về các hãng khác là FrieslandCampina, Abbot, MeadJohnson, Nestle, Nutrifood, IDP, Mộc Châu, TH, Yakult, Kinh Đô... Đại diện VNM cho biết, VNM đã chuẩn bị ba kịch bản về tốc độ tăng trưởng doanh thu trong 5 năm tới. Với mức tăng trưởng hàng năm của kịch bản bình thường, tốt và thấp tương ứng là 7%, 10% và 5%. Hiện tại, thị trường sữa Việt Nam có quy mô 3.6 tỷ USD, tăng trưởng trung bình là 7.6%/năm. Như vậy, VNM muốn giữ được tốc độ tăng

trường bằng với bình quân ngành hoặc cao hơn thì họ phải giữ hoặc tăng được thị phần hiện tại.

Doanh thu tăng trưởng chủ yếu đến từ dòng sản phẩm sữa nước và sữa bột, năm 2015 thị phần 2 dòng sản phẩm này lần lượt tăng 1.1% và 1.2% yoy.

Mảng sữa nước dẫn đầu chiếm 54% thị phần trong nước, VNM chú trọng đầu tư công nghệ, đưa ra những sản phẩm mới, đáp ứng nhu cầu thị trường. Đối thủ cạnh tranh chính là FrieslandCampina, IDP, TH, Vinasoy.

Mảng sữa bột dẫn đầu chiếm 41% thị phần trong nước. Những năm gần đây, VNM gặp phải sự cạnh tranh gay gắt từ các thương hiệu nước ngoài như Abbott, FrieslandCampina, Mead Johnson, Nestle.

Mảng sữa đặc chiếm 80% thị phần và mảng sữa chua chiếm 85% thị phần trong nước. Thị phần hai dòng sản phẩm này duy trì ổn định qua các năm.

Để đảm bảo mục tiêu tăng trưởng, VNM đưa ra chiến lược trong 5 năm tới như sau:

- Đạt tăng trưởng doanh thu trung bình 8-9%/năm. Công ty phát triển thêm nhiều dòng sản phẩm mới, giữ giá bán hợp lý. Chiếm lĩnh thị phần từ đối thủ cạnh tranh trong và ngoài nước.
- Ưu tiên phát triển thị trường nội địa, đặc biệt là thị trường nông thôn.
- Phát triển các nhà máy mới để nâng công suất hoạt động. Tháng 2/2016, nhà máy sữa tại Campuchia (VNM sở hữu 51%) đi vào hoạt động. Thị trường Campuchia là thị trường tiềm năng. Trong 9 tháng 2016, nhà máy đã đạt doanh thu 10.2 triệu USD, đạt 68% kế hoạch. Tăng trưởng bình quân đến hết 2024 dự kiến là 15%/năm.
- VNM đang tìm kiếm các thương vụ M&A để có cơ hội tăng trưởng.

Chiến lược phát triển sản phẩm: Tăng tỷ trọng dòng sản phẩm cao cấp vào đóng góp doanh thu. Năm 2015, xu hướng phát triển vào dòng sản phẩm cao cấp phục vụ cho người có thu nhập cao. Năm 2016, tập trung phát triển dòng sản phẩm hữu cơ, sữa chua nha đam và hạt lựu. Vừa qua VNM ra mắt sản phẩm mới sữa hữu cơ, với 100% bò nhập từ Úc và Mỹ, toàn bộ công nghệ chế biến là nhập khẩu để đảm bảo chất lượng tương đương với sữa ngoại.

Hiện nay, xuất khẩu chiếm từ 18-20% doanh thu, trong tương lai VNM có kế hoạch tìm kiếm các thị trường xuất khẩu khác như Châu Phi, và đặc biệt là các thị trường cao cấp như Nhật Bản, Canada.

Chiến lược về NVL: VNM sử dụng 30% trong tổng nhu cầu từ NVL trong nước và 70% từ nhập khẩu sữa bột (chủ yếu từ New Zealand, Úc, Mỹ và Châu Âu). Lý do đưa ra là sữa trong nước không đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ. VNM đang tập trung tăng trưởng nguồn NVL trong

nước, dự kiến tăng lên mức đáp ứng 40% nhu cầu nguyên liệu trong 5 năm tới. Hai nguồn sữa nguyên liệu nội địa là trang trại của VNM và thu mua sữa từ người dân. Năm 2015, sản lượng sữa tươi nguyên liệu thu mua là 216,485 tấn, trong đó 83% là thu mua của người dân.

- VNM hiện có 10 trang trại, với 15,000 con bò. Dự kiến sẽ tăng lên 40,000 con trong vài năm tới. Giống bò được nhập từ Mỹ, Úc và New Zealand. 7 Trang trại đang đi vào hoạt động đều đạt chuẩn global G.A.P, 2 trang trại lớn chuẩn bị đi vào hoạt động với tổng công suất thiết kế là 24,000 con bò (Thanh Hóa và Tây Ninh) và 1 trang trại hữu cơ (Lâm Đồng) lần đầu tiên có ở Việt Nam theo tiêu chuẩn của Mỹ.
- Tổng đàn bò của VNM và ký kết mua sữa từ nông dân hiện nay là 120,000 con. VNM dự kiến nâng lượng bò sữa lên mức 160,000 con vào năm 2017 và 200,000 con năm 2020.

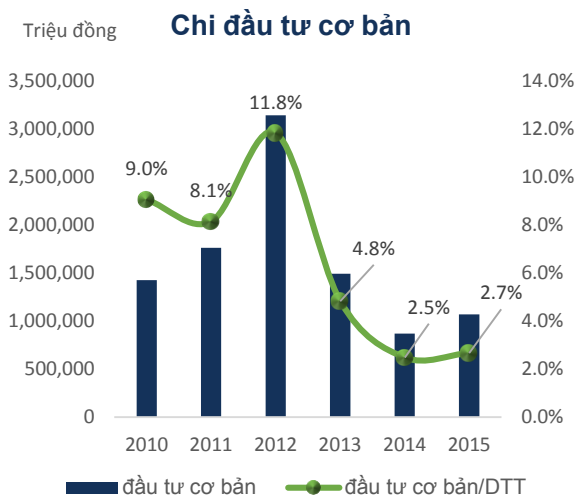
Chiến lược Marketing: chiến lược của VNM là chất lượng quốc tế, giá cả hợp lý. Để cạnh tranh với các dòng sản phẩm sữa ngoại, VNM phát triển dòng sữa sản xuất ở các trang trại của VNM ở nước ngoài sau đó nhập về Việt Nam tiêu thụ.

Chiến lược đầu tư cơ bản: Năm 2012 chi đầu tư cơ bản của VNM cao do khánh thành 2 nhà máy sữa bột và nhà máy sữa Việt Nam.

Hiện tại, năng lực sản xuất đáp ứng được nhu cầu đến cuối năm 2017. Để đáp ứng nguồn cung, VNM có những kế hoạch tăng công suất như sau:

- Từ năm 2018, nhà máy sữa nước tại Bình Dương sẽ nâng công suất lên gấp đôi so với hiện tại. VNM hiện có 13 nhà máy sữa bột đã hoạt động 70-75% công suất, sữa chua hoạt động 80% công suất. Dây chuyền sản xuất sữa chua hiện có công suất là 40,000 hũ/giờ, sắp tới đầu tư lên 80,000 hũ/giờ, việc đầu tư này sẽ giúp VNM giảm giá thành, gia tăng năng lực cạnh tranh.
- VNM đang xây dựng kế hoạch đầu tư cho 5 năm tới, số tiền đầu tư sẽ không thấp hơn mức đầu tư của 5 năm vừa qua. Đại diện VNM khẳng định, VNM chưa bao giờ bị thiếu hàng sản xuất. Về chính sách đầu tư của VNM, khi thiết bị đã khấu hao được 70% thì sẽ bắt đầu đầu tư mới.

Từ những phân tích trên, tôi cho rằng VNM có thể duy trì tốc độ tăng trưởng tối thiểu bằng với mức trung bình ngành khoảng 8%/năm trong 3 năm tới đây.



Nguồn: VNM

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Trụ sở chính

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.4) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times Square,
136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Q1, TP. Hồ Chí
Minh, Việt Nam.
ĐT: (84.8) 6 290 8686
Fax: (84.8) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

100, Quang Trung, P. Thạch Thang, Quận
Hải Châu, TP. Đà Nẵng
ĐT: (84.511) 3553 666
Fax: (84.511) 3553 888