

# CÔNG TY CP SỮA VIỆT NAM (VNM) – CẬP NHẬT CÔNG TY

## TỔNG QUAN

Công ty cổ phần sữa Việt Nam Vinamilk (VNM) được thành lập từ năm 1976 và nhanh chóng phát triển thành doanh nghiệp sản xuất và phân phối sữa hàng đầu Việt Nam. VNM cung cấp cho khách hàng các sản phẩm phong phú, đa dạng, chú trọng vào chất lượng, dinh dưỡng và thích hợp cho nhiều nhóm đối tượng khách hàng khác nhau từ dòng sữa đặc, sữa nước, sữa bột, sữa chua, đến các loại thức uống khác như nước trái cây và cà phê hòa tan. Công suất của công ty hiện tại đạt khoảng 540.000 tấn/năm.

## THỊ PHẦN CỦA VNM CHO TỪNG DÒNG SẢN PHẨM CHÍNH – 2008

Sản phẩm	Thị phần
Sữa nước	40%
Sữa bột	14%
Sữa đặc	79%
Sữa chua	90%
Sữa chua uống	26%

## THÔNG TIN TỔNG QUAN

Ngành	Thực phẩm & Đồ uống
Niêm yết	HOSE
Mã CK	VNM
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	3.512,7
Giá cao nhất trong 52 tuần	99.000
Giá thấp nhất trong 52 tuần	36.000
KLGDBQ trong 10 ngày	618.809

## CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ

Giá (05/02/2010)	85.000
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	29.858
P/E 2009 (x)	12,6
P/E forward 2010 (x)	12,0
P/B 2009 (x)	4,5
ROE 2009 (%)	35,8
ROA 2009 (%)	27,9

Chúng tôi thực hiện báo cáo cập nhật đối với Vinamilk (VNM) và giảm mức khuyến nghị từ MUA (theo báo cáo tháng 7/2009) sang NẮM GIỮ trên cơ sở đánh giá triển vọng 2010 của công ty cũng như mức định giá hiện tại của VNM trên thị trường. Trên thực tế, VNM đã tăng giá 83% trong năm 2009 và vượt hơn hẳn so với mức tăng 58% của VNIndex. Nếu tính từ tháng 7/2009 khi chúng tôi tiến hành báo cáo cập nhật gần nhất thì VNM cũng đã có mức tăng khoảng 39% từ 62,000 lên 85,000 mỗi cổ phiếu.

VNM hiện là một trong các doanh nghiệp niêm yết lớn nhất trên HOSE với vốn điều lệ là 3.512,7 tỷ đồng sau khi chia cổ phiếu thường tỷ lệ 1:1 trong tháng 09/2009 và vốn hóa thị trường hiện tại là 29.858 tỷ đồng. Tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân của công ty đạt 16,9% trong 3 năm vừa qua trong khi tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế đạt mức khá cao là 35,1%.

## TIÊU ĐIỂM CÔNG TY

**Kết quả kinh doanh 2009 nổi bật với mức tăng trưởng ấn tượng, đạt 115,1% kế hoạch doanh thu và 159,4% kế hoạch lợi nhuận sau thuế.** VNM vừa công bố kết quả kinh doanh 2009 (số liệu chưa kiểm toán) đạt được 10.614,8 tỷ doanh thu thuần và 2.376 tỷ lợi nhuận sau thuế, tương ứng hoàn thành vượt 15,1% kế hoạch doanh thu và 59,4% kế hoạch lợi nhuận của cả năm.

**Tăng trưởng doanh thu trong kỳ được hỗ trợ chủ yếu từ tăng trưởng sản lượng –** Với kết quả đạt được trong năm 2009, VNM đạt mức tăng trưởng doanh thu khả quan 29,3% so với năm 2008 và là mức tăng trưởng doanh thu thuần cao nhất trong 4 năm vừa qua. Sau khi tăng 5% giá bán từ tháng 11/2008, các sản phẩm của VNM đã được giữ giá trong suốt 11 tháng đầu năm 2009. Tuy nhiên, đến cuối tháng 11/2009 khi VND bị điều chỉnh mất giá khá nhiều so với USD làm ảnh hưởng đến chi phí nhập khẩu nguyên liệu cùng với giá một số nguyên liệu khác như đường cũng tăng cao có nguy cơ gây tác động xấu đến tỷ suất lợi nhuận của công ty, VNM mới tăng giá bán bình quân 6% được áp dụng từ tháng 12/2009. Như vậy trong năm 2009, yếu tố tăng giá bán chỉ đóng góp hơn 5% trong khi sản lượng tiêu thụ các sản phẩm của VNM tăng hơn 22% so với năm 2008 mới là nguyên nhân chủ yếu đem lại mức tăng trưởng doanh thu khả quan.

Cũng trong năm 2009, VNM đã đem đến cho người tiêu dùng thêm nhiều sản phẩm mới và được thị trường đón nhận một cách tích cực góp phần tăng sản lượng tiêu thụ của công ty. Trong đó có các sản phẩm nổi bật như sữa chua nha đam, dòng sản phẩm nước trái cây V-fresh mới kết hợp giữa sữa và nước trái cây, cà phê hương vị mới, hay sữa bột giảm cân hiện đang là các sản phẩm mới được tiêu thụ rất tốt trên thị trường.

**Tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng trên nền tảng chú trọng vào các dòng sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao, chi phí sản xuất được cải thiện và các chi phí khác được quản lý hiệu quả hơn –** Sản lượng tiêu thụ tăng trưởng tốt tập trung chủ yếu vào các phân khúc có tỷ suất lợi nhuận gộp cao như sữa nước, sữa bột, sữa chua và giảm tỷ trọng dòng sản phẩm sữa đặc có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn là một trong các lý do chính lý giải cho sự cải thiện đáng kể tỷ suất lợi nhuận gộp của VNM.

Bên cạnh đó, tỷ suất lợi nhuận gộp của công ty cũng được cải thiện rõ nét trong 9 tháng cuối năm 2009 sau khi VNM sử dụng hết nguồn nguyên liệu cũ giá cao vào đầu Q209. Nguồn nguyên liệu mới với giá thành thấp hơn đã góp phần quan trọng làm giảm chi phí sản xuất và do đó tăng tỷ suất lợi nhuận gộp lên mức 37-38% trong 3Q cuối năm 2009 so với mức 32,4% trong Q109. Kết thúc năm 2009, tỷ suất lợi nhuận gộp của VNM đạt 36,5%, tăng trưởng khá ấn tượng gần 5% so với mức 31,6% của năm 2008.

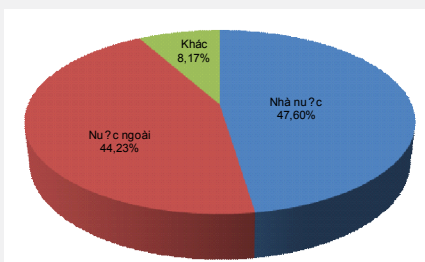
Mặc dù doanh thu tăng trưởng mạnh làm cho chi phí bán hàng cũng tăng cao, công tác quản lý chi phí của VNM trong năm 2009 đạt hiệu quả khá cao khi tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí quản lý trên doanh thu đều giảm tích cực so với các năm trước. Chi phí bán hàng/doanh thu 2009 giảm còn 11,7% từ 12,8% trong năm 2008. Chi phí quản lý/doanh thu 2009 là 2,8% so với mức 3,6% của năm trước.

Lợi nhuận gộp biên cao hơn, các chi phí được quản lý tốt hơn, cùng với 155 tỷ lợi nhuận thu được từ việc chuyển nhượng SAB Miller đã giúp cho VNM kết thúc năm 2009 với 2.376 tỷ lợi nhuận sau thuế, ghi nhận sự tăng trưởng mạnh đến 90% so với lợi nhuận của năm trước. Tỷ suất lợi nhuận thuần biên 2009 do đó cũng tăng mạnh từ 15,2% trong năm 2008 lên 22,4% trong năm 2009.

## TỶ SỐ TÀI CHÍNH 2009

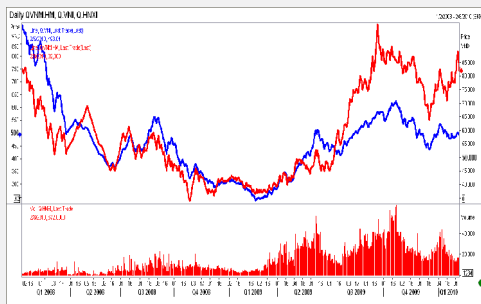
Doanh thu (tỷ đồng)	10.614,8
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	3.878,6
LNST (tỷ đồng)	2.376,0
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	36,1
Tỷ suất lợi nhuận thuần (%)	22,4
Tỷ suất EBITDA (%)	28,0
Nợ/Vốn CSH (%)	0,4
EPS (VND)	6.764

## CƠ CẤU SỞ HỮU



Nguồn: Hose

## ĐỒ THỊ GIÁ



Nguồn: Reuters

**Năng lực tài chính lành mạnh với lượng tiền mặt dồi dào dành cho đầu tư phục vụ tăng trưởng dài hạn** – Với năng lực tài chính lành mạnh và lượng tiền mặt dồi dào, tỷ suất nợ vay/vốn chủ sở hữu của VNM năm 2009 rất thấp chỉ ở mức 0,4%. Từ hoạt động kinh doanh ổn định và đạt hiệu quả cao, hiện VNM đang sở hữu một dòng tiền nhàn rỗi dồi dào lên đến 2.653,8 tỷ đồng vào cuối năm 2009. Với chiến lược không đầu tư thêm vào cổ phiếu, VNM hiện đang đầu tư 203,2 tỷ vào trái phiếu chính phủ và dự trữ phần lớn nguồn tiền nhàn rỗi cho các hoạt động đầu tư mở rộng sản xuất trong hiện tại và tương lai.

Nhà máy Mega với sữa là sản phẩm chủ đạo là một trong các dự án chính của VNM sẽ hoàn tất vào năm 2011, có tổng chi phí đầu tư khoảng 1.330 tỷ đồng. Bên cạnh đó, dự án nhà máy nước giải khát cung cấp các sản phẩm như sữa đậu nành, sô-đa và nước trái cây, công suất 200 triệu chai/năm cho giai đoạn 1 có tổng vốn đầu tư vào khoảng 390 tỷ đồng sẽ đi vào hoạt động cuối Q1-2010. Chúng tôi dự kiến trong năm đầu tiên nhà máy chỉ hoạt động khoảng 40-50% công suất thiết kế và có đóng góp nhỏ khoảng 2% vào doanh thu 2010 của công ty. Tuy nhiên tỷ suất lợi nhuận gộp của nhóm sản phẩm này khá hấp dẫn là trên 30%; khi nhà máy vận hành cố định và chạy hết công suất sẽ có những đóng góp nhất định cho tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của VNM.

Ngoài ra, tính đến cuối năm 2009, VNM vẫn còn giữ danh mục đầu tư cổ phiếu gồm 170 tỷ đầu tư ngắn hạn với mức trích lập dự phòng là 86,5 tỷ (tương đương dự phòng 50,9% giá trị đầu tư) và 350 tỷ đầu tư dài hạn với mức trích lập dự phòng tương ứng là 96,4 tỷ (tương đương dự phòng 27,5% giá trị đầu tư). Chúng tôi cho rằng trong năm 2010, VNM sẽ không có khuynh hướng phải trích lập thêm dự phòng mà có khả năng hoàn nhập lại khoảng 30-50% giá trị dự phòng này.

### Triển vọng lạc quan năm 2010

Với nền tảng và vị trí vững chắc trong ngành, được củng cố bởi tiềm năng tăng trưởng cao của ngành sữa và chính sách khuyến khích tăng cường tiêu thụ sữa trong nước của chính phủ, ban lãnh đạo giỏi, giàu kinh nghiệm và nhiệt huyết, cùng với danh mục sản phẩm tốt, đa dạng, đạt tiêu chuẩn về chất lượng và dinh dưỡng cao trong khi giá thành cạnh tranh phù hợp với người tiêu dùng nội địa, và tình hình tài chính lành mạnh, chúng tôi tin tưởng VNM có khả năng duy trì được tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận tốt trong năm 2010.

Năm 2010, chúng tôi dự kiến VNM sẽ tiếp tục đạt được tốc độ tăng trưởng doanh thu tốt là 25,36% dựa trên giả thuyết giá bán bình quân sẽ tăng khoảng 6-8% và sản lượng bán ra tăng hơn 16%. Doanh thu thuần năm 2010 do đó dự kiến đạt 13.306,5 tỷ đồng. Các dòng sản phẩm chủ chốt với tỷ suất lợi nhuận gộp cao như sữa nước, sữa bột, sữa chua và kem sẽ tiếp tục được tập trung phát triển mạnh trong thời gian tới. Do giá nguyên vật liệu như giá nguyên liệu sữa nhập khẩu và giá đường tăng khá nhiều cùng với rủi ro biến động tỷ giá, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của VNM trong năm 2010 sẽ thấp hơn năm 2009. Tuy nhiên, sự thay đổi cơ cấu sản phẩm theo hướng tăng dần tỷ trọng vào các dòng sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao cũng như lượng nguyên liệu tồn kho cuối năm 2009 với mức giá thấp hơn đủ cung ứng cho sản xuất trong Q1-2010 sẽ phần nào hỗ trợ biên lợi nhuận. Trên cơ sở đó, chúng tôi ước tính VNM đạt khoảng 2.492,2 tỷ lợi nhuận sau thuế trong năm 2010, tương ứng tăng 4,9% so với lợi nhuận năm trước đó.

Gần đây, trên thị trường có tin đồn về việc nhượng bán nhà máy sản xuất cà phê của VNM. Hiện nay, chi phí xây dựng một nhà máy sản xuất chế biến cà phê hòa tan với công suất tương ứng vào khoảng 25 triệu USD, trong khi đó chi phí đầu tư của VNM vào thời điểm trước khá thấp. Do vậy, nếu giao dịch này thành công sẽ đem lại một khoản lợi nhuận đột biến cho VNM trong năm 2010. Chúng tôi sẽ tiếp tục cập nhật khi có thông tin xác nhận chính thức từ VNM.

### Khuyến nghị

Vị trí hàng đầu vững chắc trong ngành sữa Việt Nam cùng với hiệu quả hoạt động cao của VNM là không thể phủ nhận. Dựa trên những yếu tố nền tảng vững chắc, trước hết là kết quả kinh doanh khả quan với mức tăng trưởng tốt, tỷ suất sinh lời cao, dòng tiền dồi dào, cũng như cam kết cho sự phát triển mạnh mẽ, lâu dài và bền vững của VNM nói riêng và của cộng đồng nói chung, chúng tôi tin tưởng rằng VNM sẽ tiếp tục gia tăng giá trị cho cổ đông trong tương lai.

Với giá thị trường hiện tại là 85.000 đồng, cổ phiếu VNM đang giao dịch ở mức P/E 2009 là 12,6x và P/E forward 2010 là 12x (không tính đến lợi nhuận đột biến nếu có từ việc thanh lý nhà máy cà phê). Với mức giá mục tiêu là 93.000 đồng/cổ phiếu, chúng tôi do đó có khuyến nghị GIỮ đối với cổ phiếu VNM.

## TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH (tỷ đồng)	2007A	2008A	2009A	2010F
Doanh thu thuần	6.648,2	8.209,0	10.614,8	13.306,5
GVHB	4.835,8	5.611,0	6.736,2	9.226,0
Lợi nhuận gộp	1.812,4	2.598,0	3.878,6	4.080,5
Lợi nhuận trước thuế	955,4	1.371,3	2.731,7	2.897,9
Thuế TNDN	-	122,6	355,3	405,7
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	1,4	0,4	0,4
Lợi nhuận sau thuế	963,3	1.250,1	2.376,0	2.492,2

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2007A	2008A	2009A	2010F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>3.172,4</b>	<b>3.187,6</b>	<b>5.118,6</b>	<b>5.905,4</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	117,8	338,7	426,1	399,2
Đầu tư tài chính ngắn hạn	654,5	374,0	2.314,3	2.542,0
Dự phòng đầu tư tài chính ngắn hạn	(0,2)	(123,0)	(86,5)	(60,6)
Phải thu ngắn hạn	654,7	646,4	778,0	928,7
Hàng tồn kho	1.669,9	1.775,3	1.311,9	1.769,4
Tài sản ngắn hạn khác	75,5	53,2	288,3	266,1
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>2.252,7</b>	<b>2.779,4</b>	<b>3.412,4</b>	<b>4.324,9</b>
Tài sản cố định	1.646,9	1.936,9	2.524,5	3.417,7
Đầu tư tài chính dài hạn	401,0	598,1	630,0	658,9
Dự phòng đầu tư tài chính dài hạn	-	-	(96,4)	(67,5)
Tài sản dài hạn khác	204,0	243,8	249,1	248,3
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>5.425,1</b>	<b>5.967,0</b>	<b>8.531,1</b>	<b>10.230,3</b>
Nợ phải trả	1.073,2	1.154,5	1.857,7	1.868,9
Nợ ngắn hạn	933,4	972,5	1.601,4	1.622,8
Nợ dài hạn	139,9	182,0	256,3	246,1
Vốn chủ sở hữu	4.315,9	4.762,0	6.638,0	8.325,6
Vốn điều lệ	1.752,8	1.752,8	3.512,7	3.512,7
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>5.425,1</b>	<b>5.967,0</b>	<b>8.531,1</b>	<b>10.230,3</b>

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2007A	2008A	2009A
Lợi nhuận trước thuế	955,4	1.371,3	2.731,7
Lợi nhuận từ HĐKD trước thay đổi vốn lưu động	1.039,1	1.669,7	2.738,1
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	313,5	1.269,8	3.094,7
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ đầu tư	(1.016,0)	(531,8)	(2.474,4)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ tài chính	663,4	(517,1)	(532,7)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(39,1)	220,8	87,5
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	156,9	117,8	338,7
Ảnh hưởng của thay đổi tỷ giá hối đoái	-	-	(0,1)
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	117,8	338,7	426,1

CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH	2007A	2008A	2009A	2010F
Tăng trưởng doanh thu (y-o-y %)	0,4	23,5	29,3	25,4
Tỷ suất lợi nhuận gộp biên (%)	27,3	31,7	36,5	30,7
Tỷ suất lợi nhuận thuần biên (%)	14,5	15,2	22,4	18,7
ROA (%)	17,8	20,5	27,9	24,4
ROE (%)	22,1	27,2	35,8	29,9
EPS (VND)	5.496	7.132	6.764	7.095
Tăng trưởng EPS (%)	39,7	29,8	89,7*	4,9

\*Tăng trưởng EPS 2009 được tính dựa trên EPS điều chỉnh sau khi VNM thực hiện chia cổ phiếu thưởng tỷ lệ 1:1 trong tháng 9/2009.

## 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.

Trịnh Thanh Cần	<a href="mailto:can.trinh@vcsc.com.vn">can.trinh@vcsc.com.vn</a>
Hoàng Thị Hoa	<a href="mailto:hoa.hoang@vcsc.com.vn">hoa.hoang@vcsc.com.vn</a>
Ông Thị Thanh Thảo	<a href="mailto:thao.ong@vcsc.com.vn">thao.ong@vcsc.com.vn</a>
Đinh Thị Như Hoa	<a href="mailto:hoa.dinh@vcsc.com.vn">hoa.dinh@vcsc.com.vn</a>
Trương Vĩnh An	<a href="mailto:an.truong@vcsc.com.vn">an.truong@vcsc.com.vn</a>
Nguyễn Ngọc Ý Nhi	<a href="mailto:nhi.nguyen@vcsc.com.vn">nhi.nguyen@vcsc.com.vn</a>
Võ Phúc Nguyên	<a href="mailto:nguyen.vo@vcsc.com.vn">nguyen.vo@vcsc.com.vn</a>
Võ Xuân Quỳnh	<a href="mailto:quynh.vo@vcsc.com.vn">quynh.vo@vcsc.com.vn</a>
Vũ Thanh Tú	<a href="mailto:tu.vu@vcsc.com.vn">tu.vu@vcsc.com.vn</a>

### **BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU & PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢN VIỆT**

67 Hàm Nghi, Quận 1, TP.HCM, Việt Nam  
ĐT: (84 8) 3914 3588 Fax: (84 8) 3914 3209  
<http://www.vcsc.com.vn>