

MUA 78,000 VND

Giá mục tiêu: 106,000
(12 tháng)

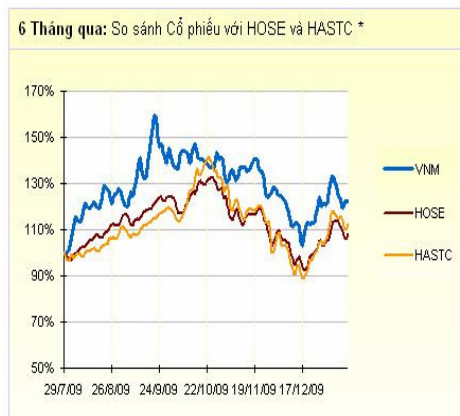
Thông tin cổ phiếu

Kế hoạch doanh thu 2009:	9,220 tỉ đồng
Kế hoạch LN trước thuế 2009:	1,670 tỉ đồng
Ngày niêm yết:	19/01/2006
Giá chào sàn:	53,000 VND
Giá trị vốn hóa thị trường:	27,398 tỉ VND
Số CP đang lưu hành:	351.2 triệu CP
KLGD bình quân 3 tháng:	413,440 CP
Giá cao nhất 52 tuần:	175,000 VND
Giá thấp nhất 52 tuần:	64,000 VND

Thông tin cổ đông

Cổ đông	Tỷ lệ %
SCIC	47.5
Deutsche Bank AG London	4.95
Deutsche Bank AG & Deutsche Asset Management (Asia) Ltd	4.83
Vietnam Dragon Fund Limited	1.88

Biểu đồ giá & KLGD



Chuyên viên phân tích

Lương Thị Anh Đào

ltadao@dds.com.vn

Tel: (84.8) 3914 7769 - 603

VNM- Vinamilk

Cổ phiếu tiềm năng cho đầu tư dài hạn

- ♦ Thương hiệu sữa hàng đầu Việt Nam, chiếm lĩnh 35% thị phần chung.
- ♦ Kết quả kinh doanh ấn tượng, doanh thu, lợi nhuận năm 2009 tăng lần lượt 30% và 90% so với năm trước.
- ♦ Cổ tức hàng năm duy trì xấp xỉ 30%

Phân Tích SWOT

Điểm mạnh :

Thương hiệu Vinamilk gắn liền với các sản phẩm sữa và sản phẩm từ sữa được người tiêu dùng tin nhiệm. Thương hiệu này được bình chọn là một

“**Thương hiệu Nổi tiếng**” và là một trong nhóm 100 thương hiệu mạnh nhất do Bộ Công Thương bình chọn năm 2006. Vinamilk cũng được người tiêu dùng bình chọn trong nhóm “**Top 10 Hàng Việt Nam chất lượng cao**” từ năm 1995 đến năm 2009.

Chiếm lĩnh 35% thị phần. Đặc điểm tiêu dùng đối với những sản phẩm có lợi cho sức khỏe như sữa, người tiêu dùng thường ít thay đổi nhãn hiệu đã tin dùng ngoại trừ có thông tin xấu về sản phẩm. Do đó, Vinamilk là thương hiệu uy tín lâu năm nên thị phần 35% sẽ giữ vững thậm chí có xu hướng tăng.

Chiếm 45% thị phần trong thị trường sữa nước. 85% thị phần về sữa chua và sữa đặc. Công ty có kế hoạch gia tăng thị phần sữa bột, sản phẩm có mức sinh lợi cao nhất, khoảng 40%/giá bán lẻ.

Sản phẩm đa dạng, chất lượng sản phẩm không thua kém hàng ngoại nhập trong khi giá cả lại rất cạnh tranh.

Hệ thống phân phối kết hợp giữa hiện đại và truyền thống. Sản phẩm của công ty phân phối thông qua hệ thống Metro, siêu thị-> người tiêu dùng (kênh hiện đại); nhà phân phối -> điểm bán lẻ -> người tiêu dùng (kênh truyền thống). Mạng lưới phân phối rộng khắp 64 tỉnh thành, với 250 nhà phân phối, hơn 125,000 điểm bán hàng trên toàn quốc.

Đầu tư sâu rộng vào lĩnh vực chuyên môn và lĩnh vực có liên quan, hạn chế đầu tư dàn trải. Hiện Vinamilk có 10 nhà máy sữa, 1 nhà máy cà phê, 4 trang trại chăn nuôi bò sữa. Công ty có kế hoạch phát triển thêm 2 trang trại chăn nuôi ở Bình Định, Sóc tăng, đồng thời đầu tư 400 tỷ để nâng số lượng bò sữa lên 10,000 con, đáp ứng 50% nhu cầu sữa tươi nguyên liệu. Dự kiến kế hoạch sẽ được thực hiện trong vòng 2 năm

Sản Phẩm Chính:

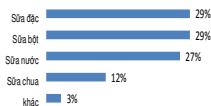
Sản phẩm sữa bột, sữa tươi, sữa chua, pho mai, nước uống đóng chai, nước ép trái cây, cafe, kem.

Nguyên, nhiên vật liệu:

Chủ yếu là sữa tươi, bột sữa, đường, cafe hạt và chất đốt. Ngoài ra còn 1 số nguyên liệu phụ khác như hương liệu, bơ, ...

Thị trường tiêu thụ chính năm 2009:

Hiện thị trường tiêu thụ chính là trong nước, xuất khẩu số ít sang Campuchia, Phillipines và một số nước Trung Đông.

Tỷ trọng doanh thu


- Điểm yếu :**

Nguồn nguyên liệu đầu vào trong nước không đủ đáp ứng, lượng sữa tươi chỉ đáp ứng được 28% nhu cầu trong nước, còn lại phải nhập khẩu bột sữa. Do vậy chi phí đầu vào bị tác động mạnh từ giá sữa thế giới và biến động tỷ giá. Năm 2007 là năm biến động mạnh, có lúc giá sữa bột đạt đến 5,400 USD/tấn, nhưng đến nay đã giảm. Năm 2009, giá sữa bột các loại có xu hướng tăng liên tục, so với cuối năm 2008, tăng đến 80%. Hiện nay, giá sữa

bột nguyên kem vào khoảng 3,600 USD/tấn. Tuy nhiên, Vinamilk đã ký kết hợp đồng mua nguyên liệu bột sữa với giá cố định từ đầu năm nên tình hình kinh doanh năm 2009 không chịu tác động nhiều bởi giá sữa.

Khởi đầu năm 2010 cho thấy giá bột sữa nguyên liệu sẽ dao động theo chiều hướng tăng vì vậy ngay đầu năm Vinamilk đã tăng giá một số sản phẩm. Nhiều sản phẩm sữa trong và ngoài nước cũng đồng loạt tăng giá 5-10%. Mặc dù vậy không ảnh hưởng nhiều đến sức cầu do tính chất là sản phẩm thiết yếu.

Thị phần sữa bột chưa cao, chưa cạnh tranh lại các nguồn sữa bột nhập từ Mỹ, Úc, Hà Lan... Theo báo cáo mới nhất của BVSC thị trường sữa bột trong nước do sản phẩm sữa bột nhập khẩu chiếm lĩnh đến 65%, Dutchlady chiếm 20% và Vinamilk chỉ chiếm 16%. Kế hoạch Vinamilk là đến năm 2011 nâng thị phần này lên con số 35%.

- Cơ hội :**

Với qui mô dân số trên 86 triệu dân, tốc độ tăng bình quân 1.2%/năm, Việt Nam là thị trường hấp dẫn.

Thị trường tiêu thụ sữa ở Việt Nam có nhiều tiềm năng tăng trưởng vì mức tiêu thụ bình quân đầu người chỉ mới đạt 11,2 lít/năm, thấp hơn nhiều so với các nước trong khu vực như Thái Lan tiêu thụ 23 lít/năm (2003), Trung Quốc 25 lít/năm (2006). Bên cạnh đó, sức tiêu thụ ở Việt Nam đang tăng khá nhanh, khoảng 20-30%/mỗi năm.

Mặc dù sức tiêu thụ chưa cao nhưng sản xuất sữa trong nước chỉ mới đáp ứng 30% nhu cầu do đó Vinamilk có nhiều cơ hội để mở rộng sản xuất để đáp ứng lượng cầu ngày một tăng.

Đối thủ cạnh tranh lớn (Dutch lady) đang mất lòng tin của người tiêu dùng về chất lượng sản phẩm.

- Thách thức :**

Lĩnh vực kinh doanh nhạy cảm, ảnh hưởng trực tiếp đến sức khỏe người tiêu dùng, đòi hỏi doanh nghiệp luôn đảm bảo chất lượng sản phẩm, mọi sai sót về chất lượng sản phẩm ảnh hưởng mạnh mẽ đến thương hiệu.

Cạnh tranh từ nguồn sữa ngoại rất lớn, nhất là mặt hàng sữa bột. Đó là những sản phẩm có thương hiệu nổi tiếng về chất lượng như Úc, Nhật, Hà Lan, Mỹ... Bên cạnh đó, tâm lý ưa thích sử dụng hàng ngoại của người Việt cũng là thử thách lớn đối với Vinamilk và các doanh nghiệp khác trong ngành.

Mã	Giá	Vốn hóa Tỷ VND	P/E	P/B	ROA	ROE
BBC	28.1	432	8.6	0.9	8.3%	10.1%
HHC	21.7	119	6.4	1.0	9.9%	16.5%
HNM	12.9	129	-4.0	0.8	-15.3%	-23.6%
KDC	63.0	4,946	11.6	2.0	13.7%	19.2%
NKD	40.2	593	7.8	2.3	10.8%	26.4%
VNM	78.0	27,398	11.5	4.5	30.1%	36.8%
Bình quân		5,603	6.99	1.91	9.6%	14.2%

Ưu thế so với đơn vị niêm yết cùng ngành

Ngành sữa chưa có nhiều doanh nghiệp niêm yết trên sàn, duy nhất 2 doanh nghiệp có sản phẩm chính tương đương là Vinamilk và Hanoimilk. Tuy nhiên, Hanoimilk có qui mô sản xuất nhỏ, hoạt động kinh doanh chưa hiệu quả do đó ta so sánh với đơn vị hoạt động trong ngành tương tự như sản xuất bánh kẹo, nước giải khát.

Vinamilk là doanh nghiệp có lợi thế so sánh với các đơn vị trong ngành nhờ xây dựng được thương hiệu vững vàng, đến nay vẫn giữ vị trí đầu ngành. So sánh với các đơn vị cùng ngành, chỉ số về qui mô hoạt động cũng như khả năng sinh lời luôn duy trì ở mức cao. Suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu khá ấn tượng, ROE năm 2009 đạt 36.8%, EPS 4 quý đạt trên 6,700 đồng.

Hoạt động kinh doanh năm 2009 khả quan

Lịch chia thưởng, cổ tức năm 2008, 2009

17/04/2008	Trả cổ tức đợt 2/2007 bằng tiền 1,000đ/cp.
5/9/2008	Tạm ứng cổ tức đợt 1/2008 bằng tiền 1,000đ/cp
26/11/2008	Trả cổ tức đợt 2/2008 bằng tiền 1,900 đ/cp
5/8/2009	Tạm ứng cổ tức đợt 1/2009 bằng tiền mặt 2,000đ/cp
11/9/2009	Thưởng bằng cổ phiếu theo tỉ lệ 1:1

Tổng tài sản tính đến hết năm 2009 đạt 8,531 tỷ đồng. Cơ cấu vốn chủ yếu là vốn chủ sở hữu (trên 77%). Vinamilk là một trong số ít doanh nghiệp ít sử dụng đòn bẩy tài chính mà chủ yếu dựa vào nguồn vốn tự có. Do vậy, khả năng thanh toán doanh nghiệp khá tốt. Chỉ số thanh toán ngắn hạn 3,3 lần.

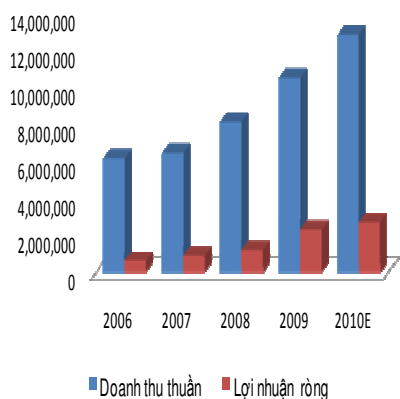
Kết quả hoạt động kinh doanh của Vinamilk năm 2009 khá ấn tượng. Doanh thu thuần năm 2009 đạt 10,615 tỷ đồng, tăng 29.3% so với năm trước và vượt 15% kế hoạch cả năm. Tốc độ tăng doanh thu của Vinamilk tương đương tốc độ tăng của sức tiêu thụ sản phẩm sữa, như vậy doanh nghiệp có khả năng đáp ứng được nhu cầu ngày càng tăng của thị trường.

Các sản phẩm chủ lực đóng góp phần lớn vào doanh thu bán hàng là sữa nước, sữa bột và sữa đặc. Sản phẩm sữa bột có mức sinh lợi cao nhất, khoảng 40% giá bán lẻ, 2 sản phẩm sữa nước và sữa chua có mức sinh lợi vào khoảng 30%/giá bán lẻ.

Lợi nhuận trước thuế lũy kế năm 2009 đạt 2,731 tỷ đồng, bằng 163.53% kế hoạch cả năm. Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh luôn giữ tỷ trọng chủ yếu. Lợi nhuận tăng mạnh trong quý 3 chủ yếu do tính mùa vụ, đây là mùa nóng nên lượng tiêu thụ sản phẩm tăng cao.

Tỷ lệ lợi nhuận gộp khá cao và có xu hướng tăng do Vinamilk ổn định được chi phí bột sữa nguyên liệu, trong khi đó giá thành phẩm tăng theo giá bán lẻ trên thị trường nên gia tăng mức sinh lời trên sản phẩm.

Thu nhập từ đầu tư tài chính chủ yếu từ lãi tiền gửi có kỳ hạn và đầu tư cổ phiếu. Lãi từ tiền gửi kỳ hạn chiếm 24% thu nhập tài chính, đầu tư chứng khoán chiếm 10.4%.



Dự báo thu nhập

Năm	2006	2007	2008	2009	2010E
Doanh thu thuần	6,245,619	6,537,964	8,208,982	10,614,824	12,950,085
Lợi nhuận gộp	1,567,505	1,701,681	2,598,013	3,878,609	4,532,530
Tỉ lệ lợi nhuận gộp (%)	25.10	26.03	31.65	36.54	35.00
Lợi nhuận trước thuế	662,774	955,381	1,371,313	2,731,710	3,264,305
Tỉ lệ Thuế (%)	0.44	0.84	14.67	13.01	16.00
Lợi nhuận ròng	659,890	963,398	1,248,698	2,376,419	2,741,545
EPS (Đ)	4,150	4,739	7,132	6,770	7,095
Cổ tức (Đ)	1,900	2,900	2,900	3,000	3,000
Giá CP dự phóng vào ngày cuối năm (Đ)	125,000	166,000	83,000	75,000	106,000
Thư giá (BV)	16,879	24,101	26,619	18,685	13,218
PER (x)	30.12	35.03	11.64	11.08	14.94
P/BV(x)	7.41	6.89	3.12	4.01	8.02
Tỷ suất cổ tức (%)	19	29	29	30	20
ROE (%)	24.59%	22.81%	26.79%	36.81%	37.12%
ROA (%)	18.33%	17.76%	20.95%	27.86%	28.57%

Đvt : Triệu đồng

- Trong năm 2009, Vinamilk đã đưa vào hoạt động thêm một trại chăn nuôi bò sữa lớn nhất Việt Nam tại Nghệ An. Trại này cung cấp thêm cho doanh nghiệp 30 tấn sữa tươi nguyên liệu mỗi ngày, tăng 10% sữa tươi nguyên liệu so với trước đây. Với lượng sữa cung cấp từ trại này, Vinamilk tiết kiệm được khoảng 70% tương đương với 54 tỷ đồng/năm so với thu mua từ hộ dân và giảm khoảng 5% chi phí nguyên liệu sữa tươi, ngoài ra chất lượng sữa đảm bảo về chất lượng hơn.
- Dựa trên tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân năm của Vinamilk giai đoạn 2005-2009 đạt 20%, kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp năm 2009, kế hoạch đầu tư của doanh nghiệp và tình hình biến động giá sữa, chúng tôi dự báo doanh thu năm 2010 giảm dần so với năm 2009 nhưng vẫn giữ được mức tăng 22% so với năm 2009, đạt trên 13 nghìn tỷ.
- Do giá nguyên liệu bột sữa đã được Vinamilk ký hợp đồng từ đầu năm 2009 nên không thay đổi nhiều do đó chúng tôi dự báo giá vốn chiếm khoản 64% doanh thu thuần. Năm 2010, mặt bằng giá bột sữa nguyên liệu đã tăng cao so với năm 2009 song giá sản phẩm sữa cũng đang gia tăng, bên cạnh đó Vinamilk cũng đang có kế hoạch mở rộng trại vì vậy chúng tôi dự báo giá vốn sẽ không biến động nhiều so với năm trước, khoảng 65% trên doanh thu thuần, lợi nhuận gộp khoảng 4,532 tỷ đồng.
- Thu nhập hoạt động tài chính năm 2009 tăng mạnh gấp 2.3 lần so với năm 2008, nhưng chủ yếu vẫn là lãi từ tiền gửi. Năm 2010, lượng tiền gửi ngân hàng nhiều khả năng được dùng để đáp ứng nhu cầu vốn từ xây dựng tòa nhà Vinamilk Tower (Trụ sở chính trong tương lai). Do đó, thu nhập tài chính dự báo tăng khoảng 20% so với năm 2009.

- ♦ Chi phí quản lý doanh nghiệp, chi phí bán hàng chiếm lần lượt 3% và 17% trên doanh thu thuần. Dự báo lợi nhuận sau thuế cả năm 2010 đạt 2,741 tỷ đồng.

Định giá cổ phiếu

Công ty	Vốn hóa (tỷ USD)	P/E	ROE
Yakult Honsha	4.95	41.1	5.1%
Nestle India	5.2	45.5	119.8 %
Almarai	4.87	16.6	27.0%
VNM	1.52	11.5	36.8%

Dựa trên tốc độ phát triển cũng như những dự báo về kết quả hoạt động kinh doanh của Vinamilk trong năm 2010, đồng thời xem xét qui mô so với công ty cùng ngành, chúng tôi đánh giá mức P/E hiện tại là khá hấp dẫn. Mặc dù P/E của Vinamilk hiện tại lớn hơn mức P/E bình quân ngành nhưng xét chỉ số ROE của VNM gấp 2.6 lần so với mức ngành như vậy khả năng sinh lợi của VNM cao, Tốc độ tăng trưởng gấp 2 lần tốc độ tăng trưởng trung bình ngành sữa (15%) vì vậy P/E có thể đạt đến 13-16.

Như vậy, chúng tôi xác định giá mục tiêu của VNM trong vòng 3 tháng vào khoảng 96,000 đồng. Dự phóng mức giá vào cuối năm 2010 vào khoảng 106,000 đ/cp (sau chia tách).

Kết Luận

Chúng tôi đánh giá VNM là cổ phiếu bluechip có chất lượng, tính thanh khoản tốt, khối lượng giao dịch bình quân vào khoảng 413 nghìn cổ phiếu. Tình hình hoạt động công ty tiềm năng phát triển và mở rộng trong tương lai. Các dự án trại chăn nuôi, mở rộng nguồn nguyên liệu và dự án Vinamilk Tower đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận cao trong năm 2011.

Bên cạnh đó tham khảo một số doanh nghiệp thuộc ngành sữa có hoạt động kinh doanh tốt Yakul Honsha (Nhật), Nestle India (Ấn Độ), Almarai (Arap Saudi), chúng tôi đánh giá mức P/E VNM hiện này vẫn còn hấp dẫn cho đầu tư trung và dài hạn.

Tóm lại, VNM là cổ phiếu có độ an toàn cao. Khả năng sinh lợi trong ngắn hạn không cao nhưng là lựa chọn tuyệt vời cho đầu tư trung, dài hạn.

Kết quả hoạt động kinh doanh

Kỳ Báo cáo	QI 2009	QII 2009	QIII 2009	QIV 2009	2008	2009	QoQ%	YoY%
Doanh thu thuần	2,068,581	2,675,245	2,997,653	2,873,344	8,208,982	10,614,824	-4.15%	29.31%
Tỉ lệ Lợi nhuận gộp	32.43%	37.57%	38.05%	36.96%	31.65%	36.54%	-2.86%	15.45%
Chi phí QLDN	59,860	69,558	72,455	90,890	297,804	292,763	25.44%	-1.69%
Chi phí Bán hàng	216,890	311,896	333,524	383,165	1,052,308	1,245,476	14.88%	18.36%
Lợi nhuận từ HĐ tài chính	158,873	-65,843	104,818	61,545	-6,761	255,108	-41.28%	3673.23%
Lợi nhuận trước thuế	573,327	583,434	867,035	712,199	1,371,313	2,731,710	-17.86%	99.20%
Thuế TNDN	121,499	31,988	136,736	111,708	201,133	355,290	-18.30%	76.64%
Tỉ lệ thuế (%)	21.19%	5.48%	15.77%	15.68%	14.67%	13.01%	-0.54%	-11.32%
Lợi nhuận ròng	485,183	554,628	730,636	601,479	1,250,120	2,375,992	-17.68%	90.06%
EPS (đồng)	2,768	3,158	2,080	1,714	7,132	6,770	-17.60%	-5.08%

Đvt : Triệu đồng

Tài liệu này được chuẩn bị để phát hành ra công chúng dựa trên những thông tin có được từ những nguồn cung cấp đáng tin cậy đã được xác thực. Chúng tôi không có bất kỳ đề xuất nào về tính chính xác và hoàn chỉnh cho những thông tin được công bố. Bất kỳ thông tin nào được giới thiệu trong tài liệu này đều không nhằm hướng đến mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và những nhu cầu riêng biệt của bất kỳ người nào đọc tài liệu này. Dong Duong Securities JSC không chịu trách nhiệm trước bất kỳ quyết định đầu tư nào của người dùng tài liệu này. Dong Duong Securities JSC không sở hữu bất kỳ cổ phiếu nào của công ty nêu trên hay đối thủ cạnh tranh.

Công bố và phát hành bởi:

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN ĐÔNG DƯƠNG (DDS)

148-150 Nguyễn Công Trứ, P. Nguyễn Thái Bình, Q.1, Tp HCM

Điện thoại: 84-83-9147769 Fax: 84-8-8217602 Website:

www.dds.com.vn.....
Phan Tiến Đức
Giám đốc Phân tích