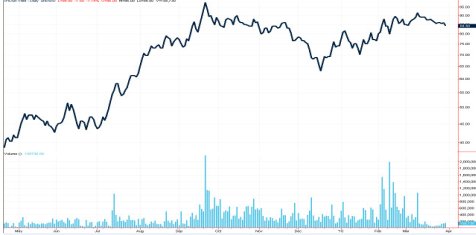


Biểu đồ giá



Nguồn: HSC

Thông tin cổ phiếu ngày 30/3/2010

Giá CP (đồng)	84,500
Số lượng niêm yết hiện tại	353,072,120
Số lượng CP đang lưu hành	353,056,800
Giá cao nhất trong 52 tuần	87,500
Giá thấp nhất trong 52 tuần	64,000
Thay đổi giá trong 3 tháng	12.7%
Thay đổi giá trong 6 tháng	-6.1%
Thay đổi giá trong 12 tháng	111.5%
Khối lượng giao dịch (cp)	158,730
Giá trị giao dịch (triệu đồng)	13,473
GT vốn hóa t.t (triệu đồng)	29,833,300
GT vốn hóa t.t (triệu USD)	1,564.41
Số lượng được phép sở hữu	162,413,175
Số lượng còn được phép mua	241
% sở hữu nước ngoài	46.0%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	46.0%

Nguồn: HSC

Chỉ tiêu chính

Tỷ đồng	2008	2009
Tổng tài sản	5,967	8,531
Vốn chủ sở hữu	4,762	6,638
Doanh thu	8,209	10,615
LN trước thuế	1,371	2,732
Lợi nhuận sau thuế	1,250	2,376

Nguồn: Company

Các chỉ số cơ bản	2008	2009
Khả năng thanh khoản		
- Hệ số thanh toán hiện thời	3.3	3.2
- Hệ số thanh toán nhanh	1.5	2.4
Khả năng sinh lời		
- ROE	28.1%	42.7%
- ROA	21.9%	32.8%
Hiệu quả hoạt động		
- Vòng quay khoản phải thu	13.8	16.2
- Vòng quay hàng tồn kho	3.2	4.3
- Vòng quay tổng tài sản	1.4	1.5
- Vòng quay vốn CSH	1.8	1.9

Nguồn: HSC

Trưởng phòng Nghiên cứu

Trần Hương Mỹ
my.th@hsc.com.vn

Mô hình dự báo lợi nhuận

Tỷ đồng	2009	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
Tổng doanh thu	10,821	14,927	18,568	22,796	27,878	33,181
%y/y	29.1%	37.9%	24.4%	22.8%	22.3%	19.0%
LN gộp	3,879	4,748	6,135	7,204	8,490	9,962
%y/y	49.3%	22.4%	29.2%	17.4%	17.9%	17.3%
EBIT	2,738	3,171	3,835	4,525	5,985	7,649
%y/y	95.8%	15.8%	20.9%	18.0%	32.3%	27.8%
LN trước thuế	2,732	3,169	3,834	4,525	5,985	7,649
%y/y	99.2%	16.0%	21.0%	18.0%	32.3%	27.8%
LN sau thuế	2,376	2,694	3,259	3,846	5,087	6,502
%y/y	90.1%	13.4%	21.0%	18.0%	32.3%	27.8%
Tỷ suất LN gộp	36.5%	32.4%	33.6%	32.2%	31.0%	30.6%
Tỷ suất EBIT	25.8%	21.6%	21.0%	20.2%	21.9%	23.5%
Tỷ suất LN trước thuế	25.7%	21.6%	21.0%	20.2%	21.9%	23.5%
Tỷ suất LN sau thuế	22.4%	18.4%	17.9%	17.2%	18.6%	20.0%
EPS (đã điều chỉnh)	6,771	7,669	9,278	10,950	14,482	18,511
BVPS	18,898	22,838	28,235	34,144	43,251	56,004
P/E theo giá mục tiêu	15.8	14.0	11.6	9.8	7.4	5.8
P/B theo giá mục tiêu	5.7	4.7	3.8	3.1	2.5	1.9

Nguồn: HSC ước tính

Nhận định kết quả kinh doanh năm 2009 và triển vọng tương lai của Vinamilk – Nâng mức đánh giá từ Năm Giữ lên HỘI VƯỢT TRỘI

- Năm 2009, cả doanh thu và lợi nhuận của VNM đạt kết quả hết sức ấn tượng. Doanh thu tăng trưởng mạnh, tăng 29% chủ yếu đến từ tăng trưởng sản lượng. Do doanh thu tăng trưởng mạnh và lợi nhuận biên được cải thiện, lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ ấn tượng, tăng 90% so với năm trước.
- Trong năm 2010, chúng tôi kỳ vọng VNM sẽ tiếp tục giành thêm được thị phần đối với các sản phẩm chính như sữa nước và sữa bột và dự đoán doanh thu sẽ tăng trưởng mạnh, đạt 38%.
- Tuy nhiên, do giá các nguyên liệu đầu vào chính, bao gồm bột sữa nhập khẩu và đường tăng, cùng với việc đồng VNĐ trượt giá so với năm ngoái, nên tỷ suất lợi nhuận gộp có khả năng sẽ giảm, đồng thời lợi nhuận trước thuế dự báo chỉ tăng trưởng 16%.
- Về mặt định giá, cổ phiếu của VNM có giá khá hợp lý với P/E dự phóng là 11 lần.
- Với định giá hợp lý và triển vọng tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ trong vài năm tới, chúng tôi nâng mức đánh giá của mình đối với cổ phiếu VNM từ Năm Giữ lên HỘI VƯỢT TRỘI.

Kết quả kinh doanh năm 2009

Tỷ đồng	2007	2008	2009		
			Thực tế	Kế hoạch công ty	% hoàn thành kế hoạch
Tổng doanh thu	6,675.0	8,380.6	10,821.2	9,220.0	117.4%
Lợi nhuận gộp	1,812.4	2,598.0	3,878.6	NA	NA
Doanh thu tài chính thuần	232.0	67.2	255.1	NA	NA
EBIT	967.0	1,398.3	2,738.4	NA	NA
Lợi nhuận trước thuế	955.4	1,371.3	2,731.7	1,670.0	163.6%
Lợi nhuận sau thuế	963.4	1,250.1	2,376.0	1,486.3	159.9%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	27.3%	31.6%	36.5%	NA	NA
Tỷ suất EBIT	14.5%	16.7%	25.3%	NA	NA
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	14.3%	16.4%	25.2%	18.1%	139.4%
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	14.4%	14.9%	22.0%	16.1%	136.2%
EPS đã điều chỉnh (đồng)	2,746	3,563	6,771	4,236	159.9%

Kết quả kinh doanh năm 2009

VNM gần đây đã công bố kết quả kinh doanh hợp nhất năm 2009. Tổng doanh thu năm 2009 đạt 10.82 nghìn tỷ đồng, tăng 29.1% so với năm 2008 và vượt kế hoạch 17.4% (kế hoạch doanh thu năm 2009 của VNM tại Đại hội cổ đông thường niên là 9.2 nghìn tỷ đồng). Lợi nhuận thuần đạt 2.38 nghìn tỷ đồng, tăng 90.1% và vượt kế hoạch 60%.

Tăng trưởng doanh thu năm 2009 của VNM được hỗ trợ mức tăng trưởng sản lượng rất tốt ở mức 27%. Việc tăng giá sữa không ảnh hưởng nhiều đến doanh thu của công ty do giá bán của VNM không tăng cho tới tháng 12. Từ tháng 12, VNM tăng giá sữa đặc và sữa bột thêm 6%.

Về cơ cấu doanh thu theo sản phẩm, doanh thu từ sữa nước đóng góp nhiều nhất vào tổng doanh thu, sau đó là sữa chua. Với tốc độ tăng trưởng ấn tượng đạt 47.8%, doanh thu từ sữa nước chiếm 34.6% trong tổng doanh thu nội địa của VNM trong năm 2009, tăng 31.4% so với năm 2008. Chúng tôi ước tính thị phần hiện tại của VNM là 40.3% trong đó công ty đã dành được 5%

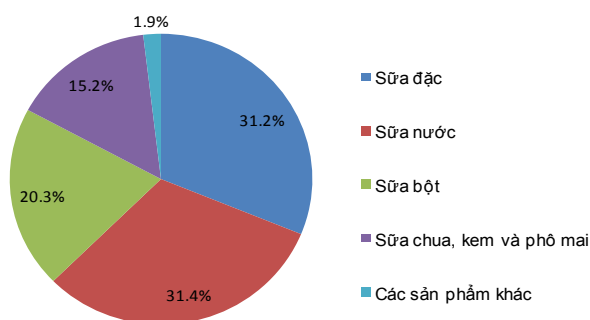
thị phần từ tay Dutch Lady và các công ty nhỏ khác trong năm 2009.

Sữa chua, kem và phô mai đạt mức tăng trưởng cao nhất, đạt 51.7% và tỷ trọng doanh thu từ các sản phẩm này trong tổng doanh thu nội địa đã tăng đáng kể từ mức 15.2% năm 2008 lên 17.2% năm 2009. VNM dường như chiếm lĩnh hoàn toàn thị trường sữa chua với thị phần 97%.

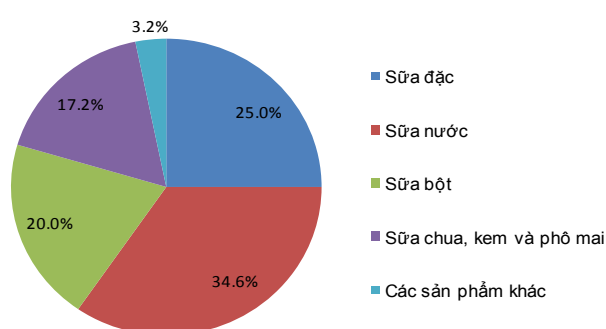
Doanh thu từ sữa bột tăng trưởng 32.5% và chiếm 20% trong tổng doanh thu nội địa. Thị phần sữa bột của VNM tăng từ 17% lên gần 20% trong năm 2009. Theo thị trường, doanh thu sữa bột tại thị trường nội địa tăng trưởng nhanh với tốc độ 32.5%, trong khi doanh thu xuất khẩu giảm nhẹ.

Doanh thu từ sữa đặc tăng trưởng chậm nhất, với tốc độ 13.3%. Do đó tỷ trọng của sữa đặc trong doanh thu nội địa giảm từ 31.2% năm 2008 xuống 25% năm 2009. HSC dự báo thị phần sữa đặc của VNM sẽ giữ ổn định ở mức 79%.

Cơ cấu doanh thu năm 2008



Cơ cấu doanh thu năm 2009



Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Về cơ cấu doanh thu theo thị trường, doanh thu nội địa tiếp tục tăng trưởng với tốc độ cao, tăng 34.3% trong khi doanh thu xuất khẩu giảm nhẹ 1.4%. Theo ban giám đốc VNM, do thị trường sữa nội địa đang tăng trưởng nhanh nên công ty sẽ không tập trung nhiều vào xuất khẩu cho tới khi hoàn thành việc mở rộng năng lực sản xuất. Hiện tại năng lực sản xuất của VNM là 550,000 tấn sữa/ngày và năm 2009 công suất thực tế đạt 71% công suất thiết kế.

Tỷ suất lợi nhuận gộp

Tỷ suất lợi nhuận gộp đã cải thiện đáng kể trong năm 2009, đạt 36.5%, tăng 4.9% so với mức 31.6% của năm 2008. Có nhiều lý do dẫn đến tỷ suất lợi nhuận gộp tăng, bao gồm: cơ cấu sản phẩm được cải thiện, chi phí đầu vào giảm, quản lý vốn lưu động hiệu quả hơn và việc lập kế hoạch sản xuất được tiến hành chính xác hơn.

Tóm lại, chúng tôi cho rằng việc kiểm soát chi phí hiệu quả hơn cùng với việc chi phí cố định bình quân giảm do lợi thế theo quy mô và cơ cấu sản phẩm hợp lý hơn (tỷ trọng các sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận thấp như sữa đặc giảm) là những nhân tố chính giúp nâng cao tỷ suất lợi nhuận gộp của VNM.

Thông thường bột sữa nhập khẩu chiếm từ 65-68% chi phí nguyên vật liệu và từ 32-35% trên tổng giá vốn hàng bán. Trong năm 2009, chúng tôi ước tính giá nhập khẩu bột sữa bình quân giảm 27%. Do đó, chi phí nguyên liệu đầu vào năm 2009 chỉ tăng 14%, thấp hơn nhiều so với mức tăng trưởng doanh thu là 29%.

Với việc triển khai ERP, hệ thống phân phối của VNM đã được tiêu chuẩn hóa, giúp công ty cải thiện hoạt động hoạch định sản xuất và kiểm soát tốt hơn hàng tồn kho. Trong năm 2009, số ngày lưu kho giảm xuống 84 ngày từ mức 113 ngày năm 2008. Điều này đã giúp VNM tiết kiệm được đáng kể chi phí lưu kho.

Việc quản lý các khoản phải thu cũng được cải thiện. Năm 2009, kỳ thu tiền bình quân là 22 ngày, giảm từ mức 26 ngày của năm 2008. Thời hạn tín dụng dành cho các nhà phân phối trên kênh truyền thống là 12 ngày trong khi thời hạn tín dụng cho các siêu thị và khách hàng lớn sẽ được kéo dài thời hạn tín dụng thêm từ 5-10 ngày.

Kỳ trả tiền bình quân giữ ở mức ổn định là 37 ngày, bằng với mức của năm 2008. Theo ban giám đốc công ty, các nhà cung cấp nước ngoài thường cho phép thanh toán trong khoảng từ 45-60 ngày trong khi với các nhà cung cấp trong nước công ty phải thanh toán trong khoảng 10 ngày sau khi nhận hàng.

Nói chung, việc quản lý vốn lưu động của công ty đã hiệu quả hơn so với những năm trước. Chúng tôi nhận thấy chu kỳ luân chuyển tiền mặt năm 2009 là 70 ngày, thấp hơn so với mức 103 ngày của năm 2008. Trong những năm tới, VNM đặt mục tiêu giảm chu kỳ luân chuyển tiền mặt xuống còn 50 ngày.

Xét về thị trường tiêu thụ sản phẩm, thì các sản phẩm tiêu thụ trong nước có tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn, đạt 37.5% so với tỷ suất lợi nhuận gộp của các sản phẩm xuất khẩu là 29.2%.

Lợi nhuận tài chính

Lợi nhuận tài chính năm 2009 đạt 255 tỷ đồng, tăng 280% và chiếm 9.3% trong tổng lợi nhuận trước thuế của công ty. Trong 255 tỷ đồng này, có 37% lợi nhuận tài chính, tương đương 164 tỷ đồng là lãi từ việc bán cổ phần của công ty trong liên doanh Sab Miller cho đối tác. Khoản lợi nhuận này bao gồm cả 125 tỷ đồng hoàn nhập dự phòng, 26 tỷ đồng lãi và 13 tỷ đồng lãi tỷ giá.

Lãi tiền gửi đạt 106 tỷ đồng, tương đương 24% thu nhập từ hoạt động tài chính. Lãi tiền gửi đóng góp đáng kể vào thu nhập từ hoạt động tài chính do hoạt động kinh doanh của VNM tạo ra nhiều tiền mặt và số dư tiền gửi của công ty tại ngân hàng luôn ở mức cao. Vào thời điểm cuối năm ngoái, tổng số dư tiền gửi ngân hàng đạt 2.23 tỷ đồng.

Về mảng đầu tư tài chính, VNM đã dừng mua cổ phiếu trong 2 năm. Trên thực tế, công ty đang bán dần cổ phiếu nắm giữ. Số dư cuối kỳ của các khoản đầu tư ngắn và dài hạn vào thời điểm ngày 31/12/2009 là 643 tỷ đồng, giảm 11.3% so với cùng kỳ năm trước. Sau khi bán ra cổ phiếu, công ty ghi nhận 17.7 tỷ đồng lợi nhuận và hoàn nhập 36 tỷ đồng dự phòng trích lập cho các khoản đầu tư cổ phiếu ngắn hạn.

Năm 2009, công ty cũng trích lập dự phòng đầu tư tài chính 96 tỷ đồng cho các khoản đầu tư cổ phiếu dài hạn, là các khoản đầu tư mà giá trị chưa được trích lập dự phòng hồi cuối năm 2008. Hiện VNM đang nắm giữ cổ phiếu của các nhà cung cấp đường như BHS, SBT và nhà cung cấp bao bì VPK. Danh mục đầu tư của VNM cũng bao gồm cổ phiếu của Ngân Hàng Bảo Việt.

Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp

Theo hướng dẫn mới nhất từ Tổng cục thuế, VNM phải nộp đầy đủ theo thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp hiện hành trong năm 2009 và từ 2010 trở đi, nghĩa là năm 2006 và 2007 công ty được miễn thuế thu nhập do cộng gộp các ưu đãi.

Trước đây công ty dự kiến phải trả 50% thuế thu nhập doanh nghiệp của 2 năm 2006 và 2007 và tiếp tục được hưởng mức miễn giảm thuế 50% trong năm 2009 và 2010. Trên thực tế, VNM đã nộp 226 tỷ đồng cho Cục thuế TP Hồ Chí Minh để hoàn thành nghĩa vụ thuế năm 2006 và 2007. Và hiện tại thay vì lấy lại số tiền này, công ty hạch toán số tiền này như một khoản phải thu nhà nước.

Về mặt lý thuyết, thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp VNM phải nộp năm 2009 là 25%. Tuy nhiên, do một số nhà máy của công ty được hưởng ưu đãi thuế nên thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp thực nộp chỉ là 13.2%.

Triển vọng phát triển từ năm 2010 trở đi

Chiến lược công ty

Sữa và nước giải khát là 2 trọng tâm chính của VNM hiện nay. Tất cả các mảng kinh doanh không phải là mảng kinh doanh chính như bia, café, đầu tư tài chính đều đang được tái cơ cấu hoặc thanh lý. Đối với hoạt động sản xuất kinh doanh sữa, năng lực sản xuất trong tương lai sẽ tăng gấp 2 mức hiện tại là khoảng 550,000 tấn sữa/năm sau khi nhà máy Mega hoàn thành năm 2012.

Với mảng nước giải khát, VNM đã đầu tư xây dựng một nhà máy nước giải khát. Nhà máy này dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào tháng 4 năm 2010. Công suất ban đầu của nhà máy là 200 triệu chai/năm trong giai đoạn 1. Năng suất dự kiến sẽ tăng lên 400 triệu chai/năm trong giai đoạn 2 và tăng lên 600 triệu chai/năm trong giai đoạn 3.

Ban giám đốc dự báo các sản phẩm nước giải khát sẽ mang lại doanh thu lần lượt 500 tỷ đồng, 1,000 tỷ đồng, 1,200 tỷ đồng và 1,500 tỷ đồng trong giai đoạn 2010-2013. Năm ngoái, các sản phẩm nước giải khát (sản xuất dựa trên dây chuyền thiết bị hiện tại) đem lại 245 tỷ đồng doanh thu cho công ty.

Đối với nguồn cung cấp nguyên liệu đầu vào, công ty tập trung phát triển thêm các trang trại bò sữa và tăng cường nguồn cung cấp sữa tươi của chính công ty lên 60 triệu lít sữa vào năm 2015, đáp ứng khoảng 40% nhu cầu sản xuất. Vào cuối năm 2009, các trang trại bò sữa của VNM tại Tuyên Quang, Thanh Hóa, Nghệ An, Bình Định và Lâm Đồng đang nuôi 2,973 con, cho 7,060 tấn sữa tươi trong năm 2009, đáp ứng 5% tổng nhu cầu sản xuất. VNM sẽ đầu tư vào các trang trại của nông dân địa phương nhằm nâng cao năng suất cho sữa lên 15-17 lít/con từ mức hiện tại là 10-12 lít/con.

Bên cạnh mở rộng các trang trại bò sữa tại Việt Nam, công ty cũng hướng đến việc mua những trang trại tại nước ngoài và xây nhà máy sữa nguyên liệu tại New Zealand với chi phí đầu tư cố định là 195 tỷ đồng, 614 tỷ đồng và 215 tỷ đồng trong các năm 2010, 2011 và 2012.

Trong năm 2010, VNM sẽ tập trung vào các sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao như sữa bột và sữa chua. Bên cạnh đó, trong năm 2010, công ty cũng sẽ đầu tư nhiều hơn vào hệ thống phân phối nhằm mở rộng các điểm bán hàng. Hiện tại, mạng lưới bán hàng của VNM bao gồm 240 nhà phân phối độc quyền và 135,000 điểm bán hàng, chiếm 55% tổng số điểm bán hàng trên toàn quốc.

Mô hình dự báo lợi nhuận 2010-2014

Tỷ đồng	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
Tổng doanh thu	14,927	18,568	22,796	27,878	33,181
%y/y	37.9%	24.4%	22.8%	22.3%	19.0%
LN gộp	4,747.8	6,135.0	7,203.7	8,490.2	9,961.7
%y/y	22.4%	29.2%	17.4%	17.9%	17.3%
EBIT	3,170.9	3,834.8	4,525.0	5,984.6	7,649.5
%y/y	15.8%	20.9%	18.0%	32.3%	27.8%
LN trước thuế	3,168.9	3,834.0	4,524.8	5,984.6	7,649.5
%y/y	16.0%	21.0%	18.0%	32.3%	27.8%
LN sau thuế	2,693.6	3,258.9	3,846.1	5,086.9	6,502.0
%y/y	13.4%	21.0%	18.0%	32.3%	27.8%
EPS	7,669	9,278	10,950	14,482	18,511
%y/y	13.3%	21.0%	18.0%	32.3%	27.8%
Tỷ suất LN gộp	32.4%	33.6%	32.2%	31.0%	30.6%
Tỷ suất EBIT	21.6%	21.0%	20.2%	21.9%	23.5%
Tỷ suất LN trước thuế	21.6%	21.0%	20.2%	21.9%	23.5%
Tỷ suất LN sau thuế	18.4%	17.9%	17.2%	18.6%	20.0%

Dự báo lợi nhuận

HSC dự báo doanh thu của VNM sẽ tăng trưởng 37.9% trong năm 2010, đạt 14.9 nghìn tỷ đồng, trong đó tăng trưởng sản lượng là 30.1% và tăng trưởng giá bán là 7.8%. Dự báo tăng trưởng sản lượng của chúng tôi được dựa trên giả định rằng tổng thị phần của VNM sẽ đạt 43% trong năm 2010 và tốc độ tăng trưởng của ngành là 21%.

Trong mô hình dự báo lợi nhuận VNM, chúng tôi dự báo thị phần trên thị trường sữa của VNM trong năm 2014 sẽ đạt 50%. Thêm vào đó, chúng tôi dự báo ngành sữa sẽ tăng trưởng với tốc độ gộp bình quân là 19.6%/năm trong giai đoạn 2010-2014. Dựa vào đó chúng tôi dự báo doanh thu của VNM sẽ tăng trưởng bình quân 25%/năm trong 5 năm tới.

Gần đây, VNM đã điều chỉnh tăng giá bán sữa thêm 7.8% do giá nguyên liệu đầu vào tăng và sự mất giá của VND so với USD. Trong trường hợp giá nguyên liệu đầu vào tiếp tục tăng, chúng tôi cho rằng các công ty sữa, bao gồm VNM, vẫn có khả năng chuyển chi phí đầu vào tăng thêm này sang khách hàng. Đây là một điểm quan trọng và cũng là một thay đổi so với quan điểm trước đây của chúng tôi.

Theo thông tư số 104/2008/TT-BTC, chính phủ chỉ có thể có biện pháp kiểm soát giá sữa khi giá tăng quá 20% trong 20 ngày và chỉ các công ty có 51% vốn nhà nước trở lên mới phải đăng ký giá và kê khai giá với Bộ tài chính.

Bộ tài chính đã dự thảo một thông tư mới trong đó việc đăng ký giá có thể là bắt buộc đối với tất cả các loại hình doanh nghiệp bao gồm doanh nghiệp quốc doanh, doanh nghiệp tư nhân và doanh nghiệp nước ngoài. Tuy nhiên, đã có nhiều ý kiến phản đối trước thông tư này, đặc biệt là từ phía cộng đồng doanh nghiệp nước ngoài. Do đó, chúng tôi cho rằng sẽ cần thêm thời gian để chính phủ có thể ban hành quy định mới về việc kiểm soát giá. Và ngay cả trong trường hợp ban hành quy định kiểm soát giá thì có ít khả năng giá sữa tăng 20% trong 20 ngày liên tục. Do đó, theo chúng tôi, nếu có việc kiểm soát giá xảy ra thì cũng không có nhiều tác động đến kinh doanh của các công ty sữa.

Trước đây, chúng tôi cũng đã lo ngại về việc chính phủ có thể đưa ra những quy định kiểm soát nghiêm ngặt hơn đối với sản phẩm sữa. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng VNM sẽ có khả năng chuyển những chi phí hợp lý sang khách hàng. Đây là điểm chốt yếu trong việc dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp trong tương lai của công ty.

Tỷ suất lợi nhuận gộp

Mặc dầu vậy, trong năm nay, chúng tôi vẫn cho rằng việc tỷ suất lợi nhuận gộp giảm là không tránh khỏi do giá đầu vào tăng và đồng VNĐ trượt giá. Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2010 là 32.4%, giảm 4.1% so với mức 36.5% của năm 2009.

Chúng tôi giả định rằng giá bột sữa nhập khẩu yết bằng đồng USD sẽ tăng 15% so với năm ngoái. Thêm vào đó, việc đồng VNĐ trượt giá 5% so với USD cũng tác động đến chi phí nguyên liệu nhập khẩu đầu vào của VNM trong năm nay.

Do VNM mới đây đã công bố tăng thêm 3% giá sữa tươi nguyên liệu trả cho các hộ nông dân cung cấp sữa tươi,

chúng tôi ước tính giá sữa tươi nguyên liệu năm nay sẽ vào 7,330 đồng/lít.

Chúng tôi cũng dự báo rằng giá đường bình quân năm 2010 sẽ tăng 40% so với năm 2009. Dựa vào đó, HSC ước tính tổng chi phí đường nguyên liệu đầu vào của VNM sẽ vào khoảng 1.5 nghìn tỷ đồng trong năm nay.

Chúng tôi được biết từ phía ban giám đốc của VNM là công ty sẽ không tăng giá bán nếu giá nguyên liệu đầu vào không tiếp tục tăng. Sau khi liên tục tăng giá trong tháng 8 năm ngoái, giá bột sữa tại Oceania đã đạt mức cao nhất 3,400-3,700 USD/tấn vào tháng 12 vừa qua. Kể từ tháng 12 đến nay, giá đã được giữ ổn định. Giá đường trên cả thị trường trong nước và quốc tế đã giảm so với mức đỉnh của tháng 12 năm ngoái.

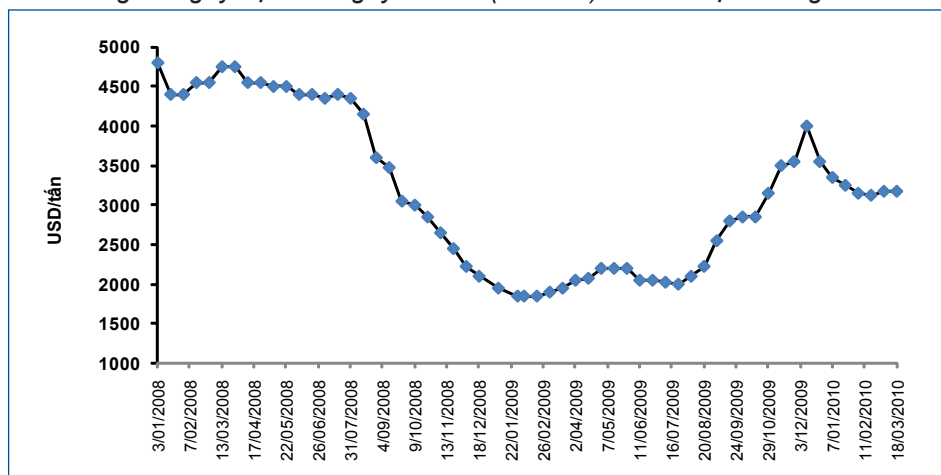
Trong giai đoạn 2010-2014, chúng tôi dự báo giá các nguyên liệu đầu vào chính sẽ giữ nguyên như trong năm 2010.

Thu nhập từ hoạt động tài chính

Thu nhập từ lãi tiền gửi sẽ đóng góp một phần đáng kể vào lợi nhuận trong tương lai của công ty. Chúng tôi dự tính vào cuối năm nay, tiền gửi ngân hàng kỳ hạn ngắn sẽ đạt 2.2 nghìn tỷ đồng. Với lãi suất tiền gửi bình quân là 10.5%, chúng tôi dự báo lãi tiền gửi ngân hàng có thêm đem lại 234 tỷ đồng lợi nhuận cho VNM, tương đương 8% lợi nhuận trước thuế.

VNM hiện đang làm ra dòng tiền rất lớn và chúng tôi dự báo dòng tiền từ hoạt động kinh doanh sẽ tiếp tục tăng lên từ năm 2010 đến 2014 và đạt 6 nghìn tỷ đồng vào năm 2014. Tuy nhiên, do có khá nhiều dự án đầu tư lớn, công ty sẽ không có nhiều tiền mặt dư thừa trong năm 2011 và 2012. Chúng tôi dự báo lợi nhuận tài chính

Giá FOB giao ngay bột sữa nguyên kem (26% bơ) - Châu Đại Dương



Nguồn: Bloomberg

thuần sẽ chiếm 8%, 1%, 4%, 7.2% và 8.5% trong tổng lợi nhuận trước thuế của công ty trong giai đoạn 2010-2014.

Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp

Theo lãnh đạo công ty, thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp áp dụng trong giai đoạn 2010-2014 là 15% do những nhà máy hiện đang hoạt động của VNM được hưởng miễn giảm thuế.

Lợi nhuận bất thường

VNM đang đàm phán bán nhà máy cà phê cho một công ty sản xuất cà phê lớn của Việt Nam. Nhà máy này đã đi vào hoạt động vào cuối năm 2008 với công suất 1,500 tấn cà phê hòa tan và 2,400 tấn cà phê rang xay; tổng chi phí đầu tư gần 20 triệu USD. Tuy nhiên, tính cho tới nay, nhà máy này vẫn chưa đem lại lợi nhuận cho công ty. Doanh thu từ cà phê năm ngoái đạt chưa tới 100 tỷ đồng, tương đương 1% tổng doanh thu và thấp hơn kế hoạch do công ty đặt ra ban đầu là 200 tỷ đồng.

Do đó, việc rút khỏi lĩnh vực kinh doanh cà phê và tập trung vào ngành sữa và đồ uống là một bước đi hợp lý của VNM. Lãi từ việc bán nhà máy cà phê vẫn chưa được tiết lộ nhưng nhiều khả năng trong năm nay lợi nhuận bất thường trong đó có lợi nhuận từ bán nhà máy cà phê sẽ là một khoản đáng kể.

Mặc dầu vậy, chúng tôi vẫn dự báo trên cơ sở thận trọng là năm nay VNM sẽ ghi nhận 100 tỷ đồng lợi nhuận bất thường sau khi thanh lý mảng kinh doanh cà phê.

Như đã đề cập, chúng tôi nhận thấy VNM hiện tại gần như đã hoàn toàn rút khỏi lĩnh vực kinh doanh cà phê và bia sau khi không thể phát triển được 2 mảng này. Điều này cho thấy hiện tại công ty đã nhận ra rằng cần phải tập trung vào những ngành kinh doanh chính, đồng thời đây có lẽ cũng sẽ là bài học cho VNM khi tính đến chuyện mở rộng lĩnh vực kinh doanh ra khỏi các ngành kinh doanh chính trong tương lai.

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa t.t (triệu đồng)	P/E 2010F	P/B 2010F	P/Sales 2010F	EV/EBITDA 2010F	Cổ tức/giá 2010F	Tăng trưởng EPS	ROE 2010F
Nestle (Malaysia) Bhd	Malaysia	2,451	21.3	0.0	2.0	14.0	5.3%	2.9%	66.6%
Fraser & Neave	Singapore	4,956	13.1	1.1	1.2	9.2	3.4%	41.7%	8.8%
Inner Mongolia Yili Industrial Group Co. Ltd	China	3,784	32.3	6.6	0.9	14.9	0.7%	25.6%	21.1%
Morinaga Milk Industry Co., Ltd	Nhật Bản	1,023	12.5	0.9	1.1	5.6	0.7%	27.5%	6.5%
Maeil Dairy Industry	Hàn Quốc	180	6.3	0.7	0.2	4.3	1.6%	41.2%	12.5%
NamYang Dairy Products Co.	Hàn Quốc	336	3.5	0.5	0.2	0.6	1.1%	0.0%	16.2%
Trung bình		12,730	20.0	2.5	1.2	11.2	2.7%	0.23	21.9%
Vinamilk	Việt Nam	1,554	11.0	3.7	0.4	7.8	3.6%	13.3%	37.7%

Định giá

VNM đang giao dịch ở mức P/E năm 2010 là 11 lần và mức P/E này không quá cao. Hơn nữa do lượng tiền mặt của công ty cao hơn nhiều so với nợ, nên EV/EBITDA năm 2010 đang ở mức khá thấp so với các doanh nghiệp trong khu vực, chỉ 7.8 lần.

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là 107,316 đồng/cp dựa trên EV/EBITDA bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành có trừ đi 10% do sự khác biệt về quy mô. Chúng tôi nâng mức đánh giá đối với cổ phiếu của VNM từ mức Nắm Giữ lên OUTPERFORM với tiềm năng tăng giá so với mức giá mục tiêu là 27%.

Báo cáo kết quả HĐKD (tỷ đồng)	2007	2008	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
Tổng doanh thu	6,675	8,381	10,821	14,927	18,568	22,796	27,878	33,181
Doanh thu thuần	6,648	8,209	10,615	14,658	18,234	22,386	27,376	32,584
Giá vốn hàng bán	(4,836)	(5,611)	(6,736)	(9,911)	(12,099)	(15,182)	(18,886)	(22,623)
Lợi nhuận gộp	1,812	2,598	3,879	4,748	6,135	7,204	8,490	9,962
Doanh thu tài chính	258	265	440	257	33	180	432	653
Chi phí tài chính	(26)	(198)	(185)	(2)	(1)	(0)	-	-
Chi phí bán hàng	(975)	(1,052)	(1,245)	(1,610)	(1,947)	(2,364)	(2,389)	(2,395)
Chi phí quản lý	(204)	(298)	(293)	(323)	(387)	(495)	(549)	(571)
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	955	1,371	2,732	3,169	3,834	4,525	5,985	7,649
Lợi nhuận khác	120	130	136	100	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	955	1,371	2,732	3,169	3,834	4,525	5,985	7,649
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	963	1,250	2,376	2,694	3,259	3,846	5,087	6,502

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2007	2008	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2013F
Tài sản ngắn hạn	3,184	3,188	5,119	5,561	4,841	6,884	10,519	15,502
Tiền & các khoản tương đương tiền	118	339	426	309	999	810	1,045	2,884
Đầu tư ngắn hạn	654	374	2,314	2,314	187	1,587	3,987	6,087
Các khoản phải thu	655	646	778	1,074	1,336	1,641	2,007	2,388
Hàng tồn kho	1,670	1,775	1,312	1,466	1,823	2,239	2,738	3,258
Tài sản ngắn hạn khác	76	53	288	398	495	608	744	885
Tài sản dài hạn	2,253	2,779	3,412	4,783	7,884	8,611	9,011	9,352
Các khoản phải thu dài hạn	1	0	9	13	16	20	25	30
Tài sản cố định	1,647	1,937	2,525	3,941	7,038	7,759	8,154	8,489
Bất động sản đầu tư	-	27	27	27	27	27	27	27
Đầu tư dài hạn	401	571	602	602	602	602	602	602
Tài sản dài hạn khác	204	244	249	199	200	201	202	203
Tổng tài sản	5,437	5,967	8,531	10,344	12,724	15,494	19,530	24,854
Nợ phải trả	1,073	1,154	1,858	2,287	2,772	3,466	4,303	5,147
Nợ ngắn hạn	933	973	1,601	2,078	2,527	3,167	3,940	4,720
Nợ dài hạn	140	182	256	209	245	298	363	428
Nguồn vốn chủ sở hữu	4,316	4,762	6,638	8,022	9,918	11,993	15,192	19,671
Vốn chủ sở hữu	4,224	4,666	6,456	7,826	9,705	11,762	14,935	19,382
Vốn và quỹ khác	92	96	182	196	212	231	257	289
Lợi ích của cổ đông thiểu số	36	51	35	35	35	35	35	35
Tổng nguồn vốn	5,425	5,967	8,531	10,344	12,724	15,494	19,530	24,854

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HSC hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các thông tin trong báo cáo được HSC xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty, HSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của HSC có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.



TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 1, 2 & 3, Tòa nhà Capital Place
6 Thái Văn Lung, Quận 1, TPCHM
T : (+84 8) 3 823 3299
F : (+84 8) 3 823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

6 Lê Thánh Tông
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
T : (+84 4) 3 933 4693
F : (+84 4) 3 933 4822

E: infor@hsc.com.vn **W**: www.hsc.com.vn

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này