

Báo cáo cập nhật quý 3/2011

01/11/2011

CÔNG TY CỔ PHẦN VINAMILK

Tỷ suất lợi nhuận gộp có xu hướng giảm

Doanh thu VNM tăng 5% (qoq) đạt VND5,696.5 tỷ. Giá vốn hàng bán cao đã làm cho tỷ suất lợi nhuận gộp quý 3/2011 giảm còn 29.4% so với mức 33.3% và 31.4% của hai quý trước đó. Lợi nhuận ròng cũng giảm nhẹ đạt VND1,062 tỷ (-4% qoq hoặc -6.5% yoy).

Kết quả kinh doanh lũy kế 9 tháng đầu năm vẫn cho thấy sự chuyển biến tích cực. Tổng doanh thu đạt VND15,652 tỷ (+34.8% yoy). Giá vốn hàng bán tăng cao hơn (39.6%) so với sự gia tăng của doanh thu, kết quả tỷ suất lợi nhuận gộp 9 tháng đầu 2011 giảm (từ 33.6% năm trước xuống còn 31.2%). Lợi nhuận sau thuế đạt VND3,176.1 tỷ (10.1% yoy).

Kết quả kinh doanh quý 3 dù hơi chững lại so với mức tăng trưởng ấn tượng của các quý trước nhưng nhìn chung vẫn khả quan. Do vậy, theo ước tính sơ bộ của chúng tôi, năm 2011 VNM dự kiến sẽ hoàn thành vượt mức kế hoạch doanh thu khoảng 2%; trong khi lợi nhuận sau thuế ước vượt khoảng 9%-10% so với mục tiêu ban đầu, tương ứng khoảng VND3,929 tỷ - 3,956 tỷ.

VNM đã tăng giá trị tài sản lên 33% kể từ đầu năm 2011, là do sự đóng góp chủ yếu của đợt phát hành cổ phiếu trong quý 2. Cụ thể, VNM đã thành công trong việc huy động hơn VND1,384 tỷ từ 5 cổ đông nước ngoài thông qua đợt phát hành 10.7 triệu cổ phiếu, với giá hơn 129,000 đồng/CP, đem lại thặng dư vốn khoảng VND1,276.9 tỷ.

VNM sẽ phát hành cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu theo tỷ lệ 2:1 vào cuối năm, điều này sẽ làm tăng cổ phiếu đang lưu hành là 370,714,130 lên 556,071,195.

SBS khuyến nghị THU LỢI NHUẬN từ cổ phiếu VNM với mức giá mục tiêu là VND139,000/cổ phiếu.

Thông tin tài chính	VND'tỷ (kết thúc 31/12)				
	FY07	FY08	FY09	FY10	FY11E
Doanh thu	6,538.0	8,209.0	10,613.8	15,752.9	21,034.3
LN sau thuế	963.4	1,250.1	2,375.7	3,616.2	3,929.6
Tỷ lệ tăng trưởng	46.0%	29.8%	90.0%	52.2%	8.7%
EPS (VND)	5,496	7,131	6,764	10,297	10,598
BV (VND)	24,098	26,616	18,380	22,678	33,161
DPS (VND)	2,900	2,900	3,000	4,000	3,000
Tỷ suất cổ tức	4.0%	7.7%	4.3%	4.7%	2.4%
ROA	17.8%	21.0%	28.0%	33.6%	26.0%
ROE	22.8%	26.8%	36.8%	45.4%	32.0%
P/E (x)	13.2	5.3	10.3	8.2	12.0
P/BV (x)	3.0	1.4	3.8	3.7	3.8

Nguồn: VNM, SBS dự phóng

THU LỢI NHUẬN

GIÁ MỤC TIÊU

139,000/Cổ phiếu

Thông tin cổ phiếu

Mã Bloomberg	VNM VN
Số lượng CP lưu hành (triệu)	370.7
Vốn hoá thị trường (VND tỷ)	47,080.6
Giá cao nhất – thấp nhất 52 tuần	82 131
Khối lượng giao dịch TB 3M	28,059
Beta	0.74
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài(%)	49

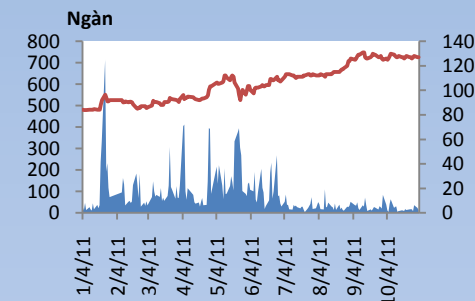
Cổ đông lớn

SCIC	45.04%
F&N Dairy Invest	9.53%
Deutsche Bank AG	4.58%
Scriven Dominic	8.24%

Source: Bloomberg

Biến động giá cổ phiếu

Tháng	Giá trị	(%)
1 tháng	1,000	7.87
3 tháng	14,900	11.73
6 tháng	20,700	16.29
12 tháng	41,700	32.8



Lê Trung Hiếu

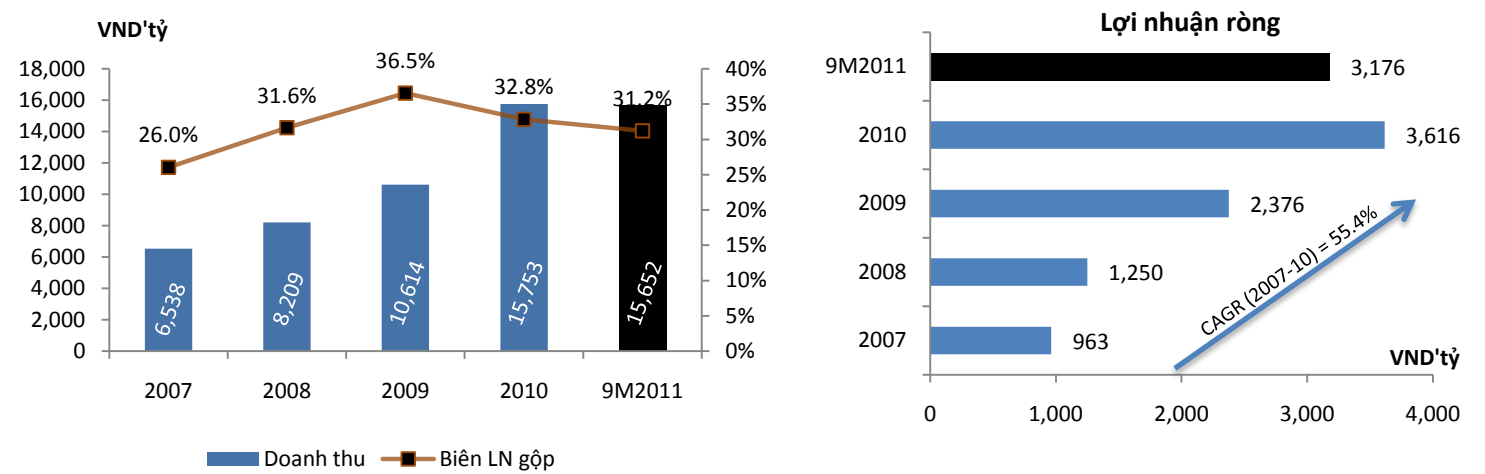
hieu.lt@sbsc.com.vn

Lương Thị Thảo

thao.lt@sbsc.com.vn

Doanh thu trong quý 3 tăng nhẹ, trong khi lợi nhuận ròng lại giảm nhẹ. Doanh thu bán hàng trong quý Q3/2011 đạt VND5,697 tỷ, tăng 5.1% so với quý 2/2011 (+30.2% yoy). Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm đáng kể còn 29.4%, mức thấp nhất kể từ quý 4/2008 trở lại đây và giảm mạnh so với 2 quý trước đó (lần lượt ở mức 33.3% và 31.4%). Lợi nhuận tài chính của quý này được thu về chủ yếu từ lãi ngân hàng, đạt VND146 tỷ tăng 2.5 lần so với cùng kỳ năm trước. Lợi nhuận sau thuế quý 3/2011 đạt VND1,065 tỷ đồng, vẫn ít hơn 4% so với quý 2 (-6.5% yoy).

TỔNG QUAN DOANH THU VÀ LỢI NHUẬN



Nguồn: VNM, SBS

Lũy kế 9 tháng đầu năm 2011, doanh thu đạt VND15,652 tỷ (+34.8% yoy), đạt 76.1% kế hoạch cả năm. Trong khi đó, lợi nhuận trước thuế và lợi nhuận sau thuế cần thêm lần lượt 12.7% và 11.4% để hoàn thành kế hoạch năm nay. Tỷ suất lợi nhuận gộp là 31.2%, giảm so với mức 33.6% của năm trước. Lợi nhuận từ hoạt động tài chính đạt VND292 tỷ (+26.1% yoy). Tỷ lệ chi phí quản lý so với doanh thu ổn định ở mức 2.1%, trong khi đó tỷ lệ chi phí bán hàng so với doanh thu giảm từ 8.4% xuống 8.1%. Lợi nhuận sau thuế 9 tháng đã được công bố đạt VND3,176 tỷ (+10.1% yoy), biên lợi nhuận ròng giảm từ 24.8% xuống 20.3%. Thu nhập trên mỗi cổ phiếu trong 9 tháng đầu năm là VND8,767/cổ phiếu, trong khi BV vào cuối quý 3 là VND31,119/cổ phiếu.

VND'tỷ.	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	9M10	9M11	yoy
Doanh thu thuần	3,250	3,987	4,376	4,140	4,535	5,420	5,697	11,613	15,652	34.8%
Lợi nhuận gộp	1,140	1,365	1,396	1,272	1,509	1,702	1,673	3,901	4,884	25.2%
GPM	35.1%	34.2%	31.9%	30.7%	33.3%	31.4%	29.4%	33.6%	31.2%	-7.1%
Lãi/lỗ từ hoạt động tài chính	85	88	59	63	33	112	146	232	292	26.1%
Lợi nhuận trước thuế	968	1,086	1,358	839	1,186	1,308	1,258	3,412	3,752	10.0%
Lợi nhuận ròng	818	931	1,137	731	1,006	1,107	1,062	2,885	3,176	10.1%
Biên lợi nhuận ròng	25.2%	23.4%	26.0%	17.7%	22.2%	20.4%	18.7%	24.8%	20.3%	-18.3%

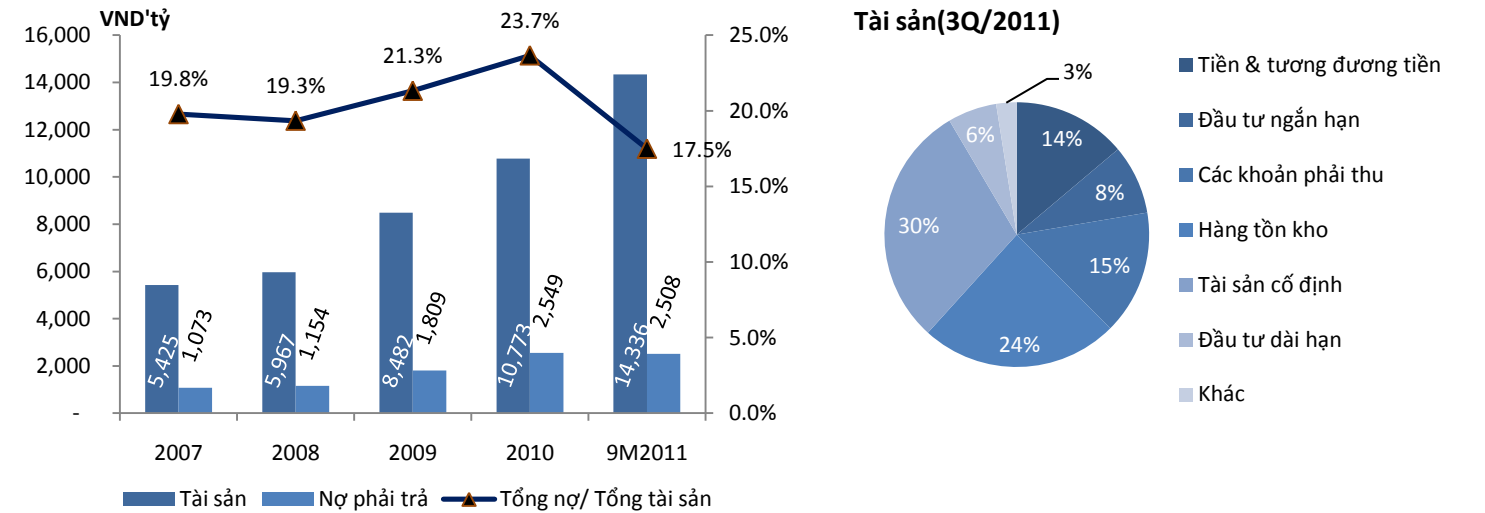
Nguồn: VNM, SBS

Kết quả kinh doanh quý 3 hơi chững lại so với mức tăng trưởng ấn tượng của các quý trước đó nhưng nhìn chung vẫn khả quan. Chúng tôi cho rằng, sự chững lại trong quý 3 vừa qua một phần do thời gian qua VNM đã tăng trưởng đột phá, một phần do chi phí nguyên liệu đầu vào tăng mạnh trong khi giá bán đầu ra được giữ tương đối ổn định (VNM cam kết tham gia bình ổn giá sữa nhằm kiềm chế lạm phát từ tháng 5/2011), khiến tỷ suất lợi nhuận diễn biến theo chiều hướng giảm. Kể từ tháng 9 năm nay, hầu hết các thương hiệu sữa ngoại nhập đều điều chỉnh giá bán lên 15%, trong khi VNM vẫn giữ nguyên giá bán. Dù vậy, chúng tôi cho rằng, VNM sẽ không gặp khó khăn trong việc hoàn thành kế hoạch 20,560 tỷ đồng doanh thu và 3,586 tỷ đồng LNST. Theo ước tính sơ bộ của chúng tôi, VNM sẽ hoàn thành vượt mục tiêu kế hoạch đề ra trong năm 2011, trong đó doanh thu vượt khoảng 2%, LNST sẽ vượt khoảng 9%-10% kế hoạch tương ứng từ VND3,929 tỷ - 3,956 tỷ.

VNM đã tăng giá trị tài sản lên 33% kể từ đầu năm 2011, trong khi mức tăng trưởng bình quân trong giai đoạn 2007-2010 ở mức 25.7%. Điều này chủ yếu do tài sản ngắn hạn đã có sự gia tăng đột phá trong những tháng đầu năm nay, từ VND 5,919.8 tỷ đồng đến nay là VND8,979 tỷ (đặc biệt là hạng mục tiền mặt và các khoản tương đương tiền) được đóng góp rất nhiều từ đợt phát hành cổ phiếu trong quý 2. Cụ thể, VNM đã thành công trong đợt huy động hơn VND1,384 tỷ từ 5 cổ đông nước ngoài thông qua việc phát hành 10.7 triệu cổ phiếu, với giá bán hơn 129,000 đồng/CP, đem về thặng dư vốn đạt VND1,276.9 tỷ. Nhờ vậy, tổng nợ vay của VNM có xu hướng giảm xuống. Nguồn vốn huy động dự kiến tài trợ cho việc đầu tư mới nhà máy tại Bình Dương và Đà Nẵng (dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào đầu năm 2012).

VNM sẽ phát hành cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu theo tỷ lệ 2:1 vào cuối năm, điều này sẽ làm tăng cổ phiếu đang lưu hành là 370,714,130 lên 556,071,195. Từ đó, vốn điều lệ sẽ tăng từ VND3,708.2 tỷ lên VND5,561.8 tỷ.

CƠ CẤU VỐN



Nguồn: VNM, SBS

SBS định giá VNM dựa vào phương pháp so sánh P/E. Chúng tôi lựa chọn 7 công ty trong ngành sữa khu vực, có hoạt động kinh doanh và tăng trưởng lợi nhuận tương ứng với VNM để so sánh. SBS lựa chọn P/E theo 3 kịch bản khác nhau, trong đó dự phóng P/E thận trọng nhất là 9.29x (tương đương với mức trung bình của VNIndex) được lấy từ các công ty có mức P/E hiện tại và tốc độ tăng trưởng EPS tương đương với VNM và mức P/E kỳ vọng lạc quan 19.60x (mức trung bình của các công ty sử dụng để so sánh). Ở kịch bản trung bình, chúng tôi sử dụng mức P/E trung bình của VNM trong 3 năm qua (13.19x theo Bloomberg).

		Quốc gia	Thị trường Cap. (USD'triệu)	P/E hiện tại	ROE	P/E 2011E	EPS growth
1	CHINA MENGNIU DAIRY CO.	China	5,651	25.15	14.4%	17.41	41.25
2	YAKULT HONSHA CO LTD.	Japan	5,024	29.59	5.9%	24.33	20.13
3	NESTLE (MALAYSIA) BERHAD	Malaysia	3,829	28.71	69.6%	24.62	16.64
4	MEIJI HOLDINGS CO LTD	Japan	3,350	26.96	3.3%	20.25	31.8
5	MEGMILK SNOW BRAND CO LTD	Japan	1,382	11.12	9.9%	9.29	19.68
6	MORINAGA MILK INDUSTRY CO	Japan	1,017	12.86	5.9%	9.7	31.83
7	BRIGHT DAIRY & FOOD CO LTD-A	China	1,477	42.06	9.2%	31.62	32.77
Trung bình						19.60	27.73
	VINAMILK	Vietnam	2,350	11.67	41.5%	10.05	16.51

Nguồn: Bloomberg, SBS

Như vậy, giá VNM sẽ được xác định trong trường hợp trước và sau phát hành cổ phiếu thưởng 2:1, cụ thể như sau:

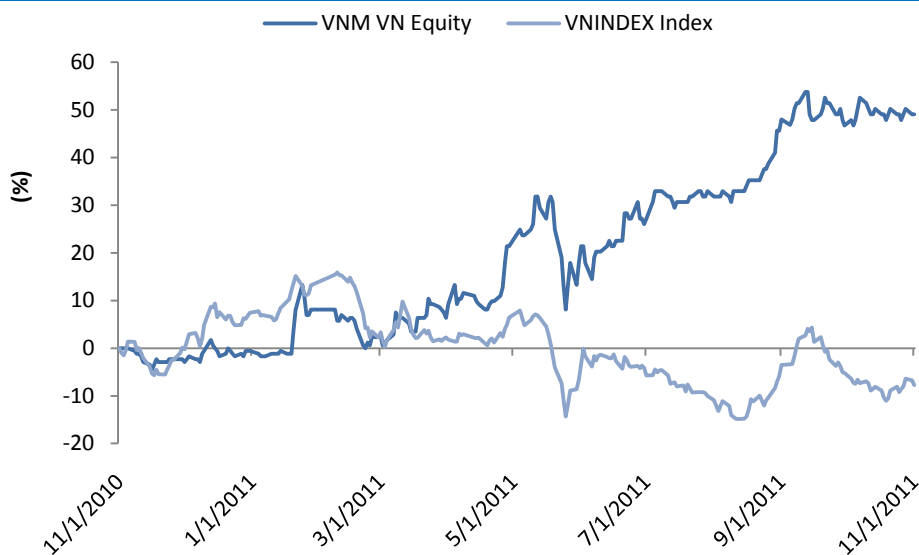
	EPS\PE	9.29	13.19	19.60
Sau phát hành	7,066	65,640	93,196	138,507
Trước phát hành	10,598	98,460	139,794	207,760

Nguồn: VNM, SBS

SBS khuyến nghị THU LỢI NHUẬN từ cổ phiếu VNM với mức giá mục tiêu VND139,000/cổ phiếu. Mặc dù, VNM có thể được giao dịch tại mức P/E tương tự với các công ty trong khu vực (~19.6x). Tuy nhiên, do triển vọng thị trường chứng khoán Việt Nam trong vòng 12 tháng tới khó tăng trưởng đột biến nên chúng tôi chỉ kỳ vọng thận trọng mức P/E bình quân của VNM bằng mức bình quân quá khứ của 3 năm gần đây (~13.19x), ứng với mức giá kỳ vọng hơn 139,000 đồng/CP.

CỔ PHIẾU VNM TĂNG TRƯỞNG VƯỢT TRỘI SO VỚI THỊ TRƯỜNG

Biến động cổ phiếu trong 12 tháng của VNM và VNIndex



Trong một năm qua, **chúng ta đã nhìn thấy sự biến động đối lập nhau của VNM và Vnindex.** Giá VNM đã tăng 49%, trong khi chỉ số VNindex giảm nhẹ 7.73%.

Source: Bloomberg, SBS

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (VND'tỷ)

	QIV-10	QI-11	QII-11	QIII-11
Tài sản	10,773.0	12,280.5	14,699.4	14,335.9
Tài sản ngắn hạn	5,919.8	7,327.5	9,519.9	8,979.1
Tài sản dài hạn	4,853.2	4,953.0	5,179.5	5,356.8
Tài sản cố định	3,428.6	3,544.6	3,855.8	4,269.9
Đầu tư dài hạn	1,141.8	1,122.4	1,100.6	859.2
Nguồn vốn	10,773.0	12,280.5	14,699.4	14,335.9
Nợ phải trả	2,549.2	3,180.4	3,114.9	2,507.8
Nợ ngắn hạn	2,385.6	2,985.7	2,970.9	2,361.2
Nợ dài hạn	163.6	194.7	144.0	146.6
Vốn chủ sở hữu	8,223.8	9,100.1	11,584.5	11,828.1
Nguồn vốn	7,964.4	8,905.2	11,323.2	11,539.8
Vốn điều lệ	3,530.7	3,565.7	3,708.3	3,708.3
Thặng dư vốn			1,277.0	1,277.0
LN chưa phân phối	1,909.0	2,667.3	3,500.0	3,572.2

KẾT QUẢ KINH DOANH (VND'tỷ)

	QIV-10	QI-11	QII-11	QIII-11
Tổng doanh thu	4,233.6	4,629.4	5,537.9	5,812.7
Doanh thu thuần	4,140.0	4,535.4	5,420.4	5,696.5
COGS	2,867.6	3,026.0	3,718.5	4,023.5
Lợi nhuận gộp	1,272.3	1,509.4	1,701.9	1,673.0
Thu nhập hoạt động tài chính	123.3	132.8	194.8	169.2
Chi phí hoạt động tài chính	59.9	99.5	82.4	22.9
<i>Lãi vay phải trả</i>		6.4	3.8	2.9
Chi phí bán hàng	457.0	342.4	418.8	504.5
Chi phí quản lý doanh nghiệp	138.8	89.3	113.8	119.6
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	740.0	1,111.0	1,281.6	1,195.2
Thu nhập khác	183.5	87.6	67.5	76.2
Chi phí khác	84.3	12.5	40.9	13.4
Tổng LN trước thuế	839.2	1,186.1	1,308.2	1,258.0
Chi phí thuế TNDN hiện hành	108.9	180.8	207.7	201.4
Lợi nhuận sau thuế	730.9	1,006.5	1,107.2	1,062.5
Lợi nhuận ròng	730.9	1,006.5	1,107.2	1,062.5

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	QI-11	QII-11	QIII-11
Chỉ tiêu tăng trưởng			
Doanh thu	40.1%	36.1%	29.9%
Lợi nhuận gộp	32%	25%	20%
Lợi nhuận ròng	23%	19%	-7%
Chỉ tiêu hiệu quả			
Lợi nhuận biên	33.3%	31.4%	29.4%
EBIT biên	26.2%	24.1%	22.1%
Lợi nhuận ròng biên	22.2%	20.4%	18.7%
ROA (4Q)	34.9%	33.4%	30.0%
ROE (4Q)	48.3%	44.9%	39.3%
Chỉ tiêu quản lý			
Số ngày phải thu	16	16	16
Số ngày tồn kho	96	100	79
Số ngày phải trả	1	1	3
Hệ số thanh toán			
Current ratio	5.3	2.0	1.9
Thanh toán nhanh	1.4	1.8	2.3
Thanh toán tiền mặt	0.1	0.1	0.8
Cơ cấu vốn			
Tổng nợ/Vốn chủ	35.7%	27.5%	21.7%
Tổng nợ/Tổng tài sản	25.9%	21.2%	17.5%
Tổng tài sản/Vốn chủ	137.9%	129.8%	124.2%
Chỉ tiêu trên cổ phần			
PE	11.8	11.4	11.8
EPS (VND per share)	10,750	11,109	10,768

Khuyến cáo

Báo cáo đã phát hành

Tên báo cáo	Ngày phát hành	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Giá thị trường ngày phát hành
Báo cáo cập nhật	01/11/2010	TAKE PROFIT	139,000	127,000

Hệ thống khuyến nghị đầu tư của Sacombank-SBS

- Mua:** Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 12 tháng tới
- Mua ngắn hạn:** Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 3 tháng tới, tuy nhiên triển vọng dài hạn vẫn không chắc chắn.
- Trung Lập:** Giá cổ phiếu có thể dao động trong mức +/- 15% trong 12 tháng tới
- Hiện thực hóa lợi nhuận:** Đã đạt giá mục tiêu, tìm kiếm cơ hội mua ở mức giá thấp hơn mức hiện tại.
- Bán:** Giá cổ phiếu có thể giảm sâu hơn 15% trong vòng 12 tháng tới
- Không Xếp hạng (NR):** Cổ phiếu không nằm trong phạm vi theo dõi

Khuyến cáo

Chúng tôi chỉ sử dụng trong báo cáo này những thông tin và quan điểm được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên chúng tôi không bảo đảm tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin trên. Những quan điểm cá nhân trong báo cáo này đã được cân nhắc cẩn thận dựa trên những nguồn thông tin chúng tôi cho là tốt nhất và hợp lý nhất trong thời điểm viết báo cáo. Tuy nhiên những quan điểm trên có thể thay đổi bất cứ lúc nào, do đó chúng tôi không chịu trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư. Tài liệu này sẽ không được coi là một hình thức chào bán hoặc lôi kéo khách hàng đầu tư vào bất kì cổ phiếu nào. Công ty SBS cũng như các công ty con và toàn thể cán bộ công nhân viên hoàn toàn có thể tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư đối với cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này. SBS sẽ không chịu trách nhiệm với bất kì thông tin nào không nằm trong phạm vi báo cáo này. Nhà đầu tư phải cân nhắc kĩ lưỡng việc sử dụng thông tin cũng như các dự báo tài chính trong tài liệu trên, và SBS hoàn toàn không chịu trách nhiệm với bất kì khoản lỗ trực tiếp hoặc gián tiếp nào do sử dụng những thông tin đó. Tài liệu này chỉ nhằm mục đích lưu hành trong phạm vi hẹp và sẽ không được công bố rộng rãi trên các phương tiện truyền thông, nghiêm cấm bất kì sự sao chép và phân phối lại đối với tài liệu này.

Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn Thương Tín (Hội sở)

278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Quận 3 TP HCM Việt Nam
Tel: +84 (8) 6268 6868 Fax: +84 (8) 6255 5957 www.sbsec.com.vn

Singapore (DMG)

DMG & Partners
Securities Pte. Ltd.
10 Collyer Quay
#09-08 Ocean Financial Centre
Singapore 049315
Tel : + (65) 6533 1818
Fax : + (65) 6532 6211

Chi nhánh Sài Gòn

63B Đường Calmette Phường Nguyễn Thái
Bình Ward, Quận 1, TP HCM Việt Nam
Tel: +84 (8) 3821 4888
Fax: +84 (8) 3821 3015

Cambodia

Sacombank Securities (Cambodia) PLC
56 Preah Norodom Blvd
Sangkat CheyChumneas, Khan Daun Penh,
Cambodia
Tel: +855 23 999 890
Fax: +855 23 999 891

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6-7, 88 Lý Thường Kiệt Quận Hoàn
Kiếm Hà Nội Việt Nam
Tel: +84 (4) 3942 8076
Fax: +84 (8) 3942 8075
Email: hanoi@sbsec.com.vn

Laos

Lanexang Securities Public Company
5th Floor, LSX Building, Ban Phonthan
Vientiane Capital
The Lao P.D.R