

30/3/2012



**Giang Hoang**  
Analyst  
[giang.hoang@vcsc.com.vn](mailto:giang.hoang@vcsc.com.vn)  
+84 3 3814 3588, ext 142

## Giá mục tiêu TL Tăng/giảm

**Na  
Na**

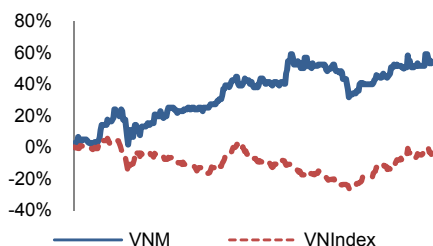
## Thực phẩm & Nước giải khát

### Key Indicators

Giá ngày 29/3/ 2012	92.500
Giá mục tiêu	N/A
TL tăng so với giá mục tiêu	N/A
Mức thấp nhất 52 tuần	60.410
Mức cao nhất 52 tuần	96.000
GTGD bình quân 20 ngày (USD)	441.760
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	556
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	51.689
Giá trị vốn hóa (Triệu USD)	2,461
TL sở hữu nước ngoài	49,0%

Định giá	2010	2011	2012F
EPS (cơ bản)	6.834	7.717	8.436
Tăng trưởng EPS	13,8%	12,9%	9,3%
Suất sinh lợi cổ tức	5,3%	4,6%	3,2%
P/E (thị giá)	13,6	12,1	11,0
P/B (thị giá)	4,1	4,1	Na
EV / EBITDA	8,7	7,3	Na
ROE	50,0%	41,3%	Na
ROA	37,6%	32,0%	Na
ROIC	48,0%	40,2%	Na
Nợ/Vốn CSH %	7,1%	0,0%	Na

Diễn biến giá	3M	6M	12M
Giá trị tuyệt đối %	2,2%	9,0%	53,9%
Giá trị tương đối%	-2,2%	7,7%	58,3%



### Cơ cấu sở hữu

SCIC	45,04%
F&N Dairy	9,53%
Dragon Capital	7,38%
Vietnam Enterprise	2,34%

## Cập nhật ĐHCĐ VNM

Trong năm 2011, VNM đạt 22.070 tỷ đồng doanh thu và 4.218 tỷ đồng lợi nhuận, tăng trưởng lần lượt 37% và 17% so với năm ngoái. Nếu loại trừ khoản lợi nhuận bất thường từ việc chuyển nhượng nhà máy cà phê hòa tan trong năm 2010, lợi nhuận trong 2011 đã tăng trưởng 28%.

Với EPS 2011 là 7.717 đồng, P/E 2011 là 12,4 lần. Ban điều hành VNM ước tính doanh thu và lợi nhuận sẽ tiếp tục tăng trưởng 20% và 11,2% trong 2012. Như vậy, EPS trong 2012 ước đạt 8.436 đồng và chỉ báo P/E là 11,4 lần. Chúng tôi cho rằng kế hoạch này khá thận trọng khi trong 2 tháng đầu năm, mặc dù không phải là mùa cao điểm, VNM đã có thể ghi nhận tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 30% và 20%.

Tại Đại hội, Hội đồng quản trị đã thông qua tăng mức cổ tức tiền mặt 2011 từ 30% lên 40%. Ngày giao dịch không hưởng quyền cho đợt trả cổ tức lần hai 2.000 đồng/cổ phiếu là ngày 10/04/2012. Cũng trong Đại hội, bà Mai Kiều Liên tiếp tục được bầu giữ chức vụ Chủ tịch Hội đồng quản trị trong nhiệm kỳ 5 năm tới. Điều này xóa tan những lo ngại trước thềm Đại hội là người lãnh đạo tài ba này sẽ nghỉ hưu và không tiếp tục điều hành công ty nữa.

VNM tiếp tục dẫn đầu thị trường sữa đặc và sữa chua với hơn 80% thị phần. Mảng sữa nước ghi nhận tăng trưởng tốt với thị phần tăng từ 43% trong 2010 lên 50% trong 2011, đối thủ chính trong thị trường này là Dutch Lady nắm khoảng 30% thị phần. Sữa bột VNM năm nay cũng có bước tiến bộ đáng kể khi giành được khoảng 30% thị phần trong 2011 từ 23% trong 2010, sản phẩm sữa bột VNM ngày càng được đánh giá cao như một sản phẩm thay thế cho các sản phẩm nhập ngoại đắt tiền khác như Abbott hay Mead Johnson.

Chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng của VNM vẫn còn nhiều, đặc biệt đối với mảng sữa nước và sữa bột. Nhà máy sữa Việt Nam dự kiến đi vào hoạt động đầu năm 2013, nâng gấp đôi công suất sữa nước trong khi nhà máy sữa bột Dielac II đi vào hoạt động quý 2/2013 sẽ tăng công suất sữa bột lên 4 lần.

Chúng tôi lạc quan VNM sẽ tiếp tục giành thêm thị phần trong mảng này nhờ vào nhãn hiệu được yêu thích rộng rãi và hệ thống phân phối rộng khắp. Trong năm 2011, VNM đã mở rộng hệ thống phân phối lên 178.000 điểm bán lẻ, là một trong những hệ thống bán hàng lớn nhất nước.

## VINAMILK (HSX: VNM)

### Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Hoàng Hương Giang, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>THÊM VÀO</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>NẮM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>GIẢM</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
<b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Đề được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## VINAMILK (HSX: VNM)

### Liên hệ

#### Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam  
+84 8 3914 3588

#### Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 4 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

#### Trưởng Phòng Cao Cấp – Quyền Giám Đốc Vũ Thanh Tú, ext 105

[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn)

#### Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588

[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**CV Kinh tế**, Đoàn Thị Thu Hoài, ext 139

**CV cao cấp**, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

**CV cao cấp**, Tôn Minh Phương, ext 146

**CV cap cấp**, Hoàng Hương Giang, ext 142

**Chuyên viên**, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

**Chuyên viên**, Vũ Hoàng Việt, ext 143

**Chuyên viên**, Nguyễn Duy Phong, ext 120

**Chuyên viên**, Phạm Thùy Dương, ext 130

**Chuyên viên**, Lương Thị Kim Chi, ext 145

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

*& cá nhân nước ngoài*

#### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.

+84 8 3914 3588, ext 102

[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng

+84 8 3914 3588, ext 136

[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

#### Khách hàng Nhật

Trần Minh Huệ

+84 8 3914 3588, ext 122

[hue.tran@vcsc.com.vn](mailto:hue.tran@vcsc.com.vn)

### Phòng môi giới khách hàng trong nước

#### Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 8 3914 3588, ext 222

[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang

+84 4 6262 6999, ext 312

[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

### 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.