

Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam (HOSE : VNM)

Ngành : Hàng tiêu dùng – Thực phẩm đồ uống

Cập nhật ngày : 06/06/2012

Lý Hoàng Anh Thi

Chuyên viên Phân tích

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư

CTCP Chứng khoán FPT, Chi nhánh Tp.HCM

Email: thilha@fpts.com.vn

Điện thoại : (84) – 8 6290 8686 – Ext : 7593

www.fpts.com.vn

Thông tin cổ phiếu đến 06/06/2012

Giá cao nhất trong 52 tuần	147.000 đ/cp
Giá thấp nhất trong 52 tuần	78.000 đ/cp
KLGD BQ 30 phiên gần nhất	91.700 cp/phiên
Cổ phiếu lưu hành	555.777.394 cp
Vốn điều lệ	5.561 tỷ đồng
Vốn hóa thị trường	48.075 tỷ đồng

Diễn biến giá VNM trên HOSE



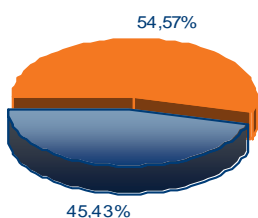
Cơ cấu cổ đông

Cổ đông lớn (nguồn: BCTN 2011)

SCIC 45,04%

F&N Dairy Investment 9,53%

■ Tổng số Cổ Đông ■ Còn lại



BÁO CÁO GẶP GỠ DOANH NGHIỆP

“Chúng tôi đã có buổi làm việc tại văn phòng Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam (VNM). Dưới đây là tóm tắt nội dung thảo luận và nhận định nhanh”

1. Một số nét về tình hình kinh doanh 2011 và Q1/2012:

a. Nguồn nguyên liệu:

- Năm 2011, Vinamilk đã thu mua 144.000 tấn sữa tươi, tăng 11% so với năm 2010. Trong đó, sản lượng sữa bò trong nước chỉ mới đáp ứng khoảng 30% nhu cầu sản xuất chế biến sữa, 70% nguyên liệu sữa còn lại nhập khẩu. Các thị trường nhập khẩu chính của công ty là New Zealand, Úc và Mỹ (đây là ba vùng nguyên liệu sữa chính của thế giới). Về giá nguyên liệu sữa nhập khẩu thì 90% giá nhập khẩu là theo thỏa thuận trực tiếp với nhà cung cấp, 10% còn lại qua đấu giá. Như vậy, giá nhập khẩu của công ty không biến động nhiều như giá thế giới (biểu đồ giá sữa trên thị trường New Zealand tính theo giá USD/tấn).

Dairy prices



(Nguồn: interest.co.nz)

- Hiện nay, Vinamilk đang nuôi đàn bò với gần 7.000 con bò sữa, chưa kể 300 con bò sữa thuần Holstein Friesian từ Úc và New Zealand được chuyển về nước bằng đường hàng không. Năng suất cho sữa bình quân vào khoảng 20 lít/ngày/con (mức trung bình

VNM**Một số thị trường XK chính của VNM**

ASEAN: Thái Lan, Campuchia

Trung Đông: Iraq, Kuwait, UAE

Khác: Úc, Maldives, Mỹ, Suriname

(Nguồn: www.vinamilk.com.vn)

khá). Ngoài ra, công ty còn ký hợp đồng thỏa thuận mua sữa với người nông dân. Tính đến tháng 12/2011, tổng số lượng bò ở các trang trại có ký kết hợp đồng cung ứng nguyên liệu cho Vinamilk là 61.000 con, tăng 1.100 con so với tháng 12/2010, trong đó số lượng bò đang ở độ tuổi cho sữa chiếm khoảng 49% tổng đàn bò.

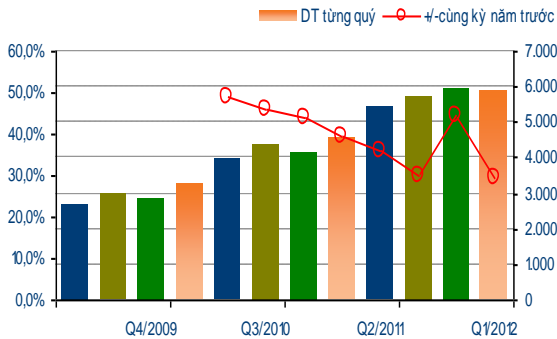
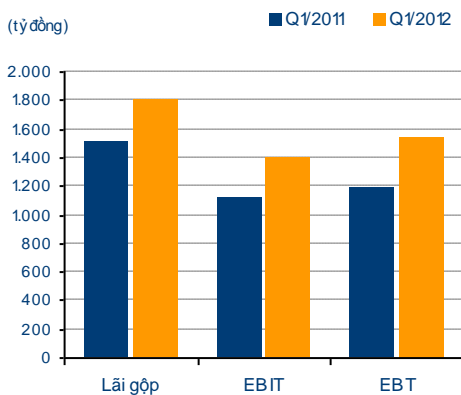
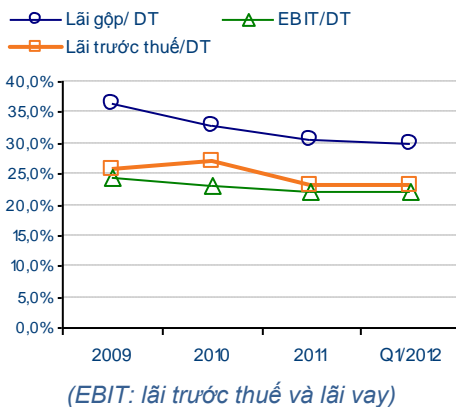
- Năm 2011, các sản phẩm xuất khẩu chủ yếu là sữa bột (chiếm hơn 75% kim ngạch xuất khẩu của công ty). Ngoài ra, công ty vẫn xuất khẩu các sản phẩm truyền thống khác như sữa đặc, sữa chua, sữa đậu nành... Thị trường chính của công ty là Trung Đông. Thị trường mới là Campuchia, Thái Lan.
- Năm 2011, Vinamilk đã đẩy mạnh xuất khẩu sữa sang Thái Lan nhân cơ hội nước này gặp thiên tai lũ lụt, nhiều nhà máy sữa bên đó phải giảm công suất và không đáp ứng đủ nhu cầu. Mức xuất khẩu của Vinamilk sang Thái Lan là 10 triệu USD, chiếm khoảng 7,1% tổng kim ngạch xuất khẩu (tổng kim ngạch xuất khẩu sữa đạt trên 140 triệu USD, tăng 67,4% so với năm 2010). Đầu năm 2012 Vinamilk tuy vẫn duy trì quan điểm tiếp tục xuất khẩu sang Thái Lan nhưng không hy vọng đạt mức tăng trưởng như năm 2011 vì nhà máy sữa bên Thái Lan bắt đầu phục hồi lại.

b. Các dự án nhà máy chế biến sữa mới:

- Trong số ba dự án nhà máy sữa (nhà máy Megafactory tại khu công nghiệp Mỹ Phước – Bình Dương, nhà máy chế biến sữa bột tại khu công nghiệp Việt Nam – Singapore và nhà máy sữa Đà Nẵng tại khu công nghiệp Hòa Khánh) chỉ có nhà máy sữa Đà Nẵng sẽ đi vào hoạt động từ Q3/2012. Tuy nhiên, nhà máy này cũng sẽ còn trải qua giai đoạn chạy thử rồi mới nâng dần công suất nên chưa có đóng góp gì nhiều cho Vinamilk trong năm 2012.

c. Hoạt động kinh doanh:

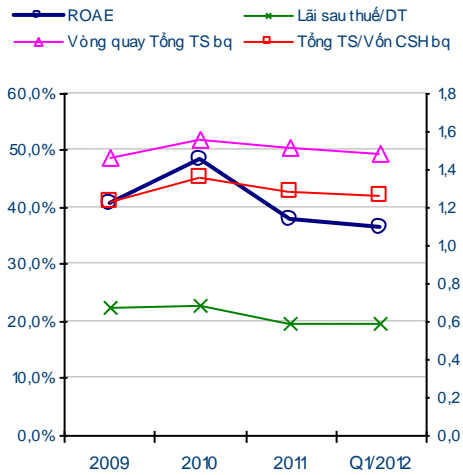
- Thị trường tiêu thụ sữa đặc đang trở nên bão hòa, do đó công ty vẫn tập trung chủ yếu vào dòng sản phẩm sữa bột (bao gồm sữa bột công thức và các loại sữa bột khác). Hiện công ty chủ yếu tập

VNM
Biểu đồ tăng trưởng doanh thu Q1/2012 so với các quý khác trong 3 năm gần nhất

Biểu đồ tăng trưởng lợi nhuận Q1/2012 so với cùng kỳ năm trước

Biểu đồ tỷ suất lãi biên trên doanh thu


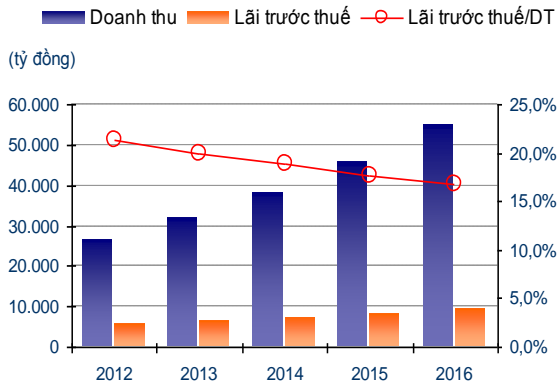
trung vào khai thác ở phân khúc bình dân dựa trên yếu tố giá là chính (giá bán của Vinamilk chỉ vào khoảng 40% giá của 1 số hãng khác như Abbott, Dutch Lady). Tình hình cạnh tranh trên dòng sữa cao cấp khó khăn hơn rất nhiều, chủ yếu vẫn do tâm lý hướng ngoại của người tiêu dùng “hàng ngoại tuy đắt nhưng chất lượng cao”. Ngoài ra, công ty đang tiếp tục nghiên cứu và phát triển thị trường cho các sản phẩm mang nhãn hiệu Vfresh (sữa đậu nành, nước ép trái cây...).

- Đối với dòng sản phẩm sữa tươi, năm 2011 Vinamilk đã tung ra sản phẩm sữa thanh trùng, tuy nhiên công ty vẫn chỉ tập trung vào các sản phẩm sữa tiệt trùng do sữa thanh trùng phải được bảo quản trong nhiệt độ thấp và thời hạn sử dụng ngắn (khoảng 10 ngày). Hiện nay, công ty chưa kiểm soát được việc tuân thủ quy trình bảo quản dòng sản phẩm này ở các nhà phân phối nên sản phẩm sữa thanh trùng hiện nay tập trung chủ yếu ở các siêu thị.
- Cho dù công ty có nguồn nguyên liệu đầu vào khá ổn định cũng như có được những mức giá ưu đãi (có chiết khấu so với mức giá đấu trên các sàn hàng hóa thế giới) từ các nhà cung cấp truyền thống nước ngoài, nhưng trong năm 2011 giá nguyên vật liệu chính đã tăng hơn 20%, các nguyên vật liệu khác tăng bình quân 50%, và một số chi phí đầu vào khác tăng hơn 10% nên các chỉ số về lãi biên vẫn giảm. Hơn nữa, do sữa là ngành chịu sự giám sát chặt về giá của nhà nước, cũng như áp lực cạnh tranh nên dù Vinamilk đã tăng giá khoảng 5% trên một số dòng sản phẩm của mình nhưng mức lãi biên trong Q1/2012 vẫn còn kém so với bình quân 3 năm trước đó (trong Q1/2012 tỷ suất lãi gộp/DT đạt 30,6%, lãi trước thuế/DT đạt 26,2%).
- Quý 1/2012 dù khó khăn nhưng công ty vẫn đạt được kết quả sản xuất kinh doanh tốt. Cụ thể, doanh thu hợp nhất Q1/2012 tăng 29,6% so với Q1/2011, trong đó doanh thu xuất khẩu tăng trưởng tốt hơn doanh thu nội địa. Ngoài ra, lãi gộp tăng 19,2%, lãi trước thuế tăng 29,8% so với Q1/2011. Lũy kế 4 quý, ROE đạt 36,6% (ROE

Phân tích ROE (số liệu Q1/2012 được tính lũy kế 4 quý để so sánh được với cả năm 2011 và 2010)



Biểu đồ kế hoạch doanh thu và lợi nhuận giai đoạn 5 năm 2012-2016



VNM

2011 = 38%), EPS đạt 8.141 đồng/cp (EPS 2011 = 7.760 đồng/cp).

- Tính đến nay công ty đã mở rộng được hệ thống phân phối qua hơn 230 đối tác và bao phủ gần 178.000 điểm bán lẻ đến cả nhiều vùng nông thôn. Đây là lợi thế rất lớn của Vinamilk bởi một số công ty mới khác (như TH Milk, ĐaLat milk,...) phải đẩy mạnh các hoạt động marketing, khuyến mãi mới hy vọng thâm nhập sâu trên thị trường.

2. Kế hoạch kinh doanh và đầu tư:

- Dự kiến trong vòng 5 năm từ năm 2012 đến năm 2016, Vinamilk đề ra kế hoạch tăng trưởng doanh thu bình quân 20%/năm, tăng trưởng lợi nhuận trước thuế 13%/năm. Đến năm 2017 phải đạt doanh thu 3 tỷ USD. Căn cứ theo nghị quyết ĐHCĐ 2012 mới đây thì công ty đã đặt mục tiêu kế hoạch doanh thu cụ thể là 26.480 tỷ đồng (tăng khoảng 22,4% so với năm 2011). Mức tăng bình quân trong vòng 5 năm nói trên đã bao gồm cả nguồn bổ sung từ các nhà máy mới, tuy nhiên cũng được dự báo thận trọng trong điều kiện nền kinh tế chưa có nhiều chuyển biến tích cực.
- Năm 2012, Công ty sẽ tiếp tục đầu tư vào các trang trại của mình, vốn đang phân bố ở các vùng Tuyên Quang, Nghệ An, Thanh Hóa, Bình Định và Lâm Đồng, đồng thời dự kiến tìm thêm quỹ đất ở Campuchia để trồng cỏ (làm thức ăn cho bò sữa). Tuy nhiên, công ty vẫn duy trì hợp tác chặt chẽ với các hộ nông dân theo quy hoạch chung của nhà nước, cũng như tích cực hỗ trợ kiến thức, kỹ thuật, công cụ dụng cụ.... cho người dân để nâng cao năng suất cho sữa và bảo quản chất lượng tốt trước khi vận chuyển về nhà máy.
- Đầu tư tài chính: Vinamilk chưa có kế hoạch đầu tư mới, cho dù vừa thoái vốn khỏi công ty Bao bì dầu thực vật (VPK – sàn HOSE, tỷ lệ nắm giữ sau khi bán bớt chỉ còn khoảng 390 ngàn cổ phiếu, tương đương 4,87%). Công ty vẫn giữ cổ phần tại Công ty đường Bourbon (SBT – sàn HOSE, VNM nắm khoảng 7,1 triệu cổ phiếu, tương đương 5%) nhưng cũng chưa có ý định tăng hay giảm số cổ phần tại đối tác chuyên cung cấp nguyên liệu đường cho công ty.

VNM

- Chính sách cổ tức: năm 2012 công ty đưa ra kế hoạch trả 3.000 đồng/cp (30%) cổ tức bằng tiền mặt (năm 2011 đã trả 4.000 đồng/cp). Cuối năm 2011 Vinamilk cũng đã chia thưởng cổ phiếu, tỷ lệ 2:1 (chốt quyền XR trên HOSE ngày 29/11/2011). Tuy nhiên, trong năm 2012 công ty chưa có ý định trả cổ tức bằng cổ phiếu hay thưởng cổ phiếu, cho dù thư giá hiện ở mức trên 22.000 đồng/cp, EPS sau khi chia thưởng vẫn đạt hơn 8.000 đồng/cp, mức tăng trưởng EPS bình quân trên 30%/năm (do đó công ty thừa khả năng chia thưởng thêm mà không khiến EPS giảm quá thấp).

Tổng vốn đầu tư đến năm 2016:

	Tổng mức đầu tư đến 2016	Kế hoạch giải ngân 2012
Tổng cộng	10.275	4.537
Vinamilk	7.916	3.707
Dự án nhà máy sữa Việt Nam	2.349	1.651
Dự án nhà máy sữa Dielac II	1.906	958
Dự án nhà máy sữa Đà Nẵng	421	176
Văn phòng chi nhánh, kho bãi	598	233
Đầu tư chiều sâu các nhà máy, chuỗi cung ứng, kinh doanh, IT	2.642	689
Lam Sơn Milk	253	181
Bò Sữa Việt Nam	2.006	646
BDS Quốc tế (Văn phòng Đà Nẵng)	100	2

(đơn vị: tỷ đồng)

Nguồn: trích báo cáo tại ĐHCĐ thường niên 2012 của Vinamilk

Nhận định chung

Trong ba năm gần đây, Vinamilk luôn là công ty thuộc dạng tăng trưởng cao và làm ăn có hiệu quả với mức tăng doanh thu bình quân trên 35%, tỷ suất lãi trước thuế/doanh thu bình quân 25% và ROE bình quân 42%. Tuy nhiên, công ty lại đề ra kế hoạch cho 5 năm tới với mức tăng trưởng doanh thu bình quân chỉ khoảng 2/3 mức đạt được của 3 năm trước đó, tỷ suất lãi trước thuế/doanh thu chỉ hơn 50% mức đạt được của 3 năm trước đó. Đây có lẽ là điều khó hiểu bởi vì sữa luôn là mặt hàng thiết yếu và có nhu cầu cao, Vinamilk là thương hiệu lớn nhất trong ngành, công ty lại sắp có thêm 3 nhà máy mới đi vào hoạt động và có cả thị trường tiêu thụ nội địa lẫn nước ngoài. Theo tôi, có hai yếu tố chính lý giải cho mức kế hoạch này:

- **Thứ nhất** là sức mua của người dân trong mấy năm qua đã suy giảm rất nhiều vì lạm phát thường xuyên trên 10%/năm, và cho dù là hàng thiết yếu thì các sản phẩm sữa cũng ít nhiều bị ảnh hưởng. Thậm chí cho dù những năm tới theo cam kết của nhà nước là sẽ kiềm chế lạm phát ở mức thấp, tuy nhiên cũng sẽ phải mất nhiều thời gian để người dân tăng thu nhập và tăng trở lại sức mua. Ngoài ra, chi phí đầu vào mấy năm qua luôn tăng và có thể sẽ còn tăng. Do đó, việc lập kế hoạch trên cơ sở thận trọng cũng là điều có thể chấp nhận được.
- **Thứ hai** là việc mở rộng sản phẩm mới đang khó khăn hơn trước. Đối với mặt hàng sữa đặc, theo đánh giá của chính công ty thì dòng sản phẩm này đang trở nên bão hòa, khó tăng trưởng. Các dòng sản phẩm sữa tươi đang chịu áp lực cạnh tranh từ một số đối thủ mới như TH Milk. Công ty tuy thống trị đối với dòng sữa bột bình dân, nhưng nếu muốn tăng giá để theo kịp mức tăng của giá vốn thì có thể sẽ khiến người tiêu dùng so sánh, cân nhắc với các sản phẩm ngoại nhập. Đối với các dòng sản phẩm nước giải khát, sữa đậu nành... thì Vinamilk chưa được người tiêu dùng định vị mạnh như dòng sản phẩm sữa động vật. Cuối cùng, việc mở rộng thị trường nước ngoài sẽ đòi hỏi công ty phải đầu tư nhiều hơn và tất nhiên cũng sẽ phải cạnh tranh nhiều hơn, hơn là chỉ xuất khẩu 1 số đối tác phân phối ngoại quốc.

Tuy nhiên, trong vòng 5 năm tới tôi vẫn cho rằng công ty sẽ dễ dàng đạt được mức kế hoạch trên, thậm chí có thể cán mốc doanh thu 3 tỷ USD trước 2017 bởi ngay cả nhu cầu nội địa cũng còn rất lớn và nền kinh tế sẽ sớm vượt qua giai đoạn khó khăn.

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu Vinamilk và FPTTS đang nắm giữ 25 cổ phiếu của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Trụ sở chính**

Tầng 2 – Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.4) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp, Hồ Chí Minh**

29-31 Nguyễn Công Trứ P, Nguyễn
Thái Bình, Tp, Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 6 290 8686
Fax: (84.8) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp, Đà Nẵng**

124 Nguyễn Thị Minh Khai – Quận Hải
Châu, Tp, Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 3553 666
Fax: (84.511) 3553 888