

CTCP SỮA VIỆT NAM

Sản phẩm sữa

MUA

Giá mục tiêu	110,000
Giá mục tiêu cũ	110,000
Giá hiện hành	87,000

Le Trung Hieu
 hieu.lt@sbsc.com.vn
 Ext: 8874

Luong Thi Thao, CFA
 thao.lt@sbsc.com.vn
 Ext: 8878

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

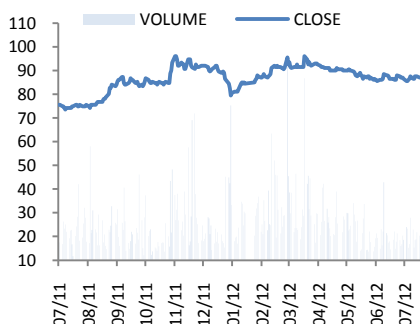
Mã chứng khoán	VNM
SLCP đang lưu hành (triệu)	555.7
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	48.346
Giá cao/thấp 52 tuần	93.9 71.5
KLGD trung bình 3 tháng	33,600
Hệ số Beta	0.3
Sở hữu nước ngoài (%)	49

CỔ ĐÔNG LỚN

SCIC	45.04%
F&N Dairy Investments Ltd	9.53%
Dragon Capital	7.38%

BIẾN ĐỘNG CỔ PHIẾU

	3M	6M	12M
Tương đối (%)	-3%	7%	16%
Tuyệt đối	(3.0)	6.0	12.1



Xóa bỏ hoài nghi về khả năng tăng trưởng của VINAMILK

Trong báo cáo này, chúng tôi chỉ đề cập về hoạt động của **công ty mẹ VINAMILK**

Doanh thu ấn tượng trở thành tâm điểm thu hút sự chú ý. Trong quý 2/2012, doanh thu thuần của VINAMILK tăng mạnh đạt 7,097 tỷ đồng (+29.9% y-o-y). Xuất khẩu tiếp tục dẫn đầu về tốc độ tăng trưởng với +82.8% y-o-y, đem về 1,161 tỷ trong quý này, doanh thu nội địa tăng +22.9% y-o-y đạt 5,936 tỷ đồng. VNM có lợi thế giá nguyên liệu đầu vào giảm nên tỷ suất lợi nhuận gộp được cải thiện từ 31% tăng lên 34%, theo đó lợi nhuận gộp đạt 2,410 tỷ đồng (+42.3% y-o-y).

Tác động của sự gia tăng chi phí. Chỉ có chi phí bán hàng là có biến động đáng chú ý nhất, khi tỷ trọng của khoản chi phí này trên tổng doanh thu tăng từ 7.7% lên 8.8%, trong khi chi phí quản lý doanh nghiệp vẫn duy trì tỷ trọng tại mức 1.8%. Trong quý này, VNM đã chi mạnh cho chi phí quảng cáo tiếp thị, tăng +41.5% y-o-y, nhằm kích cầu trong bối cảnh tiêu thụ khó khăn.

Ghi nhận khoản lợi nhuận lớn. Mặc dù các khoản chi phí đồng loạt gia tăng trong quý 2/2012, VINAMILK vẫn ghi nhận lợi nhuận trước thuế (LNST) 1,809.4 tỷ đồng (+39.8% y-o-y) do lợi nhuận gộp và thu nhập tài chính đạt mức cao, theo đó lợi nhuận sau thuế (LNST) đạt 1,491.7 tỷ đồng (+36.5% y-o-y).

Khuyến nghị: Trong 6 tháng đầu năm 2012, công ty đã hoàn thành 49% mục tiêu doanh thu đạt 13,018 tỷ đồng (+29.7% y-o-y). Theo ước tính của SBS, VNM chỉ mới hoàn thành 46% mục tiêu doanh thu, tức là khá sát với tỷ lệ hoàn thành cùng kỳ trong những năm trước. Dự phóng của chúng tôi đối với các hạng mục khác như LNNT và LNST cũng khá sát với số liệu thực tế.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VINAMILK, dựa trên phương pháp DCF cơ bản, giá mục tiêu được thiết lập tại **110,000 đồng/cổ phiếu**. Tại mức giá mục tiêu, VNM sẽ có mức giao dịch P/E là 12.1 lần (2012) và P/B là 3.8 lần (2012).

Kết thúc năm tài chính 31/12	2009	2010	2011	2012 ^E	2012 ^P
Doanh thu (tỷ đồng)	10,614	15,753	21,627	28,222	26,480
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2,376	3,616	4,218	5,068	4,690
% tỷ lệ tăng trưởng	90.0%	52.2%	16.6%	20.1%	11.1%
EPS (VND)	6,764	10,297	7,587	9,119	
BV (VND)	18,380	22,678	22,441	28,641	
DPS (VND)	3,000	4,000	4,000	3,000	
Tỷ suất cổ tức	4.3%	4.7%	4.6%	3.3%	
ROA	28.0%	33.6%	27.1%	26.3%	
ROE	35.8%	44.0%	32.9%	31.1%	
P/E (x)	10.30	8.24	11.40	9.54	
P/BV (x)	3.79	3.74	3.85	3.04	

Nguồn: VNM, SBS

E: dự phóng của SBS, P: kế hoạch của VINAMILK

Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2012: bức tranh tăng trưởng đẹp với nhiều màu sắc

Mặc dù VINAMILK chưa công bố báo cáo tài chính hợp nhất quý 2/2012, chúng tôi vẫn đưa ra những nhận định về biến động kết quả kinh doanh của công ty mẹ, bởi kết quả này sẽ không có sự chênh lệch nhiều so với kết quả của tập đoàn.

Hướng dẫn nhanh: công ty mẹ VINAMILK so với tập đoàn VINAMILK

Dựa trên số liệu 5 quý trước, trung bình:

- Công ty mẹ ghi nhận doanh thu **cao hơn 0.86%** so với tập đoàn
- Công ty mẹ ghi nhận lợi nhuận gộp **thấp hơn 0.55%** so với tập đoàn
- Công ty mẹ ghi nhận LNTT **thấp hơn 0.86%** so với tập đoàn
- Công ty mẹ ghi nhận LNST **thấp hơn 1.12%** so với tập đoàn

Ghi chú: Chúng tôi sử dụng thuật ngữ như VINAMILK, VNM, và Công ty khi đề cập đến **công ty mẹ**.

Trong quý 2/2012, doanh thu thuần của VINAMILK tăng mạnh đạt 7,097 tỷ đồng (+29.9% y-o-y và +19.9% q-o-q), xóa tan tất cả những ánh nhìn hoài nghi về triển vọng tăng trưởng 30% doanh thu trong năm nay của VINAMILK.

Xuất khẩu tiếp tục dẫn đầu với tốc độ tăng trưởng ấn tượng đạt 82.8% y-o-y, trong khi doanh thu nội địa tăng +22.9% y-o-y.

VINAMILK (CÔNG TY MẸ)				Báo Cáo Thu Nhập P&L			
tỷ đồng	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	2Q12 1Q12	2Q12 2Q11
Doanh thu thuần	5,464	5,756	6,032	5,921	7,097	19.9%	29.9%
Xuất khẩu	635	721	941	1,159	1,161	0.2%	82.8%
Nội địa	4,829	5,035	5,091	4,762	5,936	24.7%	22.9%
Lợi nhuận gộp	1,694	1,666	1,698	1,788	2,410	34.8%	42.3%
Tỷ suất LNG	31.0%	29.0%	28.2%	30.2%	34.0%		
Thu nhập tài chính	67	125	126	166	118	-28.8%	75.3%
LN trước thuế	1,294	1,237	1,224	1,530	1,809	18.2%	39.8%
Lợi nhuận ròng	1,093	1,042	1,034	1,261	1,492	18.3%	36.5%
Tỷ suất LNR	20.0%	18.1%	17.1%	21.3%	21.0%		

Nguồn: VNM, SBS

Giá vốn hàng bán có mức tăng (+24.3% y-o-y) thấp hơn so với mức tăng của doanh thu thuần do chi phí nguyên liệu đầu vào giảm và giá bán bình quân được cải thiện, như vậy tỷ suất lợi nhuận gộp của VINAMILK trong quý này được cải thiện từ 31% tăng lên 34% so với 2Q11 (tỷ suất lợi nhuận gộp của tập đoàn đạt 31.4% trong 2Q11 và 30.6% trong 1Q12).

Ngoài ra, tỷ suất lợi nhuận gộp được cải thiện chủ yếu từ mảng nội địa (tỷ suất lợi nhuận gộp tăng từ 32% lên 36%, so sánh giữa 2Q11 và 2Q12), trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp từ xuất khẩu chỉ đạt 23.5%.

Chi phí tăng đột biến

Mặc dù các khoản chi phí có tăng mạnh trong thời gian qua, tuy nhiên tác động rõ nét nhất là chi phí bán hàng (từ 418.8 tỷ đồng tăng lên 625.5 tỷ đồng, +49.4% y-o-y) do tỷ trọng của khoản chi phí này trên tổng doanh thu đã tăng từ 7.7% lên 8.8% tính từ 2Q11 đến 2Q12 (số liệu của tập đoàn là 7.7% trong 2Q11 và 7.1% trong 1Q12). Trong khi đó tỷ trọng của chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu vẫn duy trì ổn định tại mức 1.8%.

Tổng chi phí tiếp thị, quảng cáo của VINAMILK (bao gồm chi phí khuyến mãi, quảng cáo và hoa hồng) tăng từ 500.6 tỷ đồng lên 708.6 tỷ đồng (+41.5% y-o-y). Công ty đã chi nhiều hơn cho công tác quảng cáo đối với sản phẩm mới sữa chua “Probeauty” nhằm vào đối tượng khách hàng nữ.

Trong bảng cân đối kế toán, các khoản nợ ngắn hạn cho hoạt động quảng cáo tiếp thị cũng đã tăng từ 196.4 tỷ lên 309.2 tỷ (+57.4%) tính từ đầu năm 2012. Như vậy, VINAMILK đã chi mạnh cho hoạt động này nhằm thúc đẩy doanh thu bán hàng từ nhà phân phối đến người tiêu dùng, điều này cũng dễ hiểu đối với nền kinh tế như hiện nay.

6 tháng đầu năm 2012

Chi phí bán hàng:	1,043.9 tỷ đồng	(+37.1% y-o-y)
Chi phí quản lý doanh nghiệp:	231.4 tỷ đồng	(+21.3% y-o-y)
Tổng chi phí:	1,275 tỷ đồng	(+34% y-o-y)

Thu nhập tài chính vẫn duy trì ở mức ổn định

Thu nhập tài chính của công ty đạt 147.4 tỷ đồng (-25.6% y-o-y) trong quý 2/2012, khoảng 50% thu nhập này đến từ lãi tiền gửi. Trong giai đoạn này VINAMILK cũng đã ghi nhận 8.8 tỷ đồng, thu được từ hoạt động thanh lý hơn 1 triệu cổ phiếu VPK. Trong quý 2, công ty mẹ vẫn không ghi nhận thêm khoản hoàn nhập dự phòng nào ngoài khoản 47.9 tỷ đồng trong 1Q12. Tuy nhiên, chi phí tài chính 2Q12 vẫn thấp hơn 77.7% so với 2Q11.

Lãi tiền gửi đã giảm từ 81.4 tỷ đồng (1Q12) xuống còn 64.2 tỷ đồng (2Q12), tương ứng với sự chênh lệch tiền gửi ngân hàng, giảm từ 3,559 tỷ đồng xuống 2,473 tỷ đồng (-30,5% q-o-q). Đồng thời, Công ty cũng đã giảm gánh nặng lãi suất bằng cách giảm các khoản vay ngắn hạn từ 416.6 tỷ đồng xuống còn 208.3 tỷ đồng (-50% q-o-q).

6 tháng đầu năm 2012

Doanh thu tài chính:	292.5 tỷ đồng	(-11.6% y-o-y)
Chi phí tài chính:	8.2 tỷ đồng	(-96.5% y-o-y)
Thu nhập tài chính:	284.4 tỷ đồng	(+194.8% y-o-y)

Lợi nhuận tăng trưởng mạnh

Mặc dù hầu hết các chi phí đều tăng mạnh trong 2Q12, VNM vẫn ghi nhận lợi nhuận trước thuế 1,809.4 tỷ đồng (39.8% y-o-y) do lợi nhuận gộp và thu nhập tài chính đạt mức cao. Do thuế thu nhập doanh nghiệp đã tăng từ 15,5% lên 17,6%, nên LNST của VNM chỉ còn 1,491.7 tỷ đồng (+36.5% y-o-y).

6 tháng đầu năm 2012

Lợi nhuận trước thuế:	3,339.7 tỷ đồng	(+35.1% y-o-y)
Lợi nhuận sau thuế:	2,753.1 tỷ đồng	(+31.7% y-o-y)

KHUYẾN NGHỊ

Tiến độ thực hiện kế hoạch mục tiêu năm 2012

Dựa trên các số liệu trước đây, phần lớn doanh thu bán hàng thường rơi vào 6 tháng cuối năm. Nhìn lại 6 tháng đầu năm 2011, Công ty đã đạt được 46% tổng doanh thu cả năm, và tỷ lệ hoàn thành thậm chí còn thấp hơn trong những năm trước đó. Tuy nhiên, 6 tháng năm 2012, Vinamilk đã hoàn thành 49.2% mục tiêu doanh thu của mình. Có lẽ kế hoạch ban đầu của VNM có phần hơi thận trọng tại thời điểm này.

Theo ước tính của chúng tôi thì Công ty mới hoàn thành 46% mục tiêu doanh thu, phần nào sát hơn với tỷ lệ hoàn thành thực tế trước đây của công ty. Dự phóng của chúng tôi đối với các hạng mục khác như LNTT và LNST cũng khá sát với số liệu thực tế. Vì vậy, chúng tôi duy trì khuyến nghị như trước đây đối với cổ phiếu VINAMILK.

VINAMILK			Tiến độ thực hiện 2012			
tỷ đồng	*6M11	*6M12	2012 ^P	2012 ^E	Tiến độ ^P	Tiến độ ^E
Doanh thu thuần	10,034	13,018	26,480	28,222	49.2%	46.1%
Xuất khẩu	1,111	2,320				
Nội địa	8,923	10,697				
Lợi nhuận gộp	3,190	4,198	-	8,531	-	49.2%
Tỷ suất LNG	31.8%	32.3%				
- Xuất khẩu	21.9%	21.8%				
- Nội địa	33.0%	34.5%				
LN trước thuế	2,471	3,339	5,625	6,078	59.4%	54.9%
LN sau thuế	2,091	2,753	4,690	5,068	58.7%	54.3%

Nguồn: VNM, SBS

*Biến động của công ty mẹ

P: Kế hoạch 2012 của VINAMILK

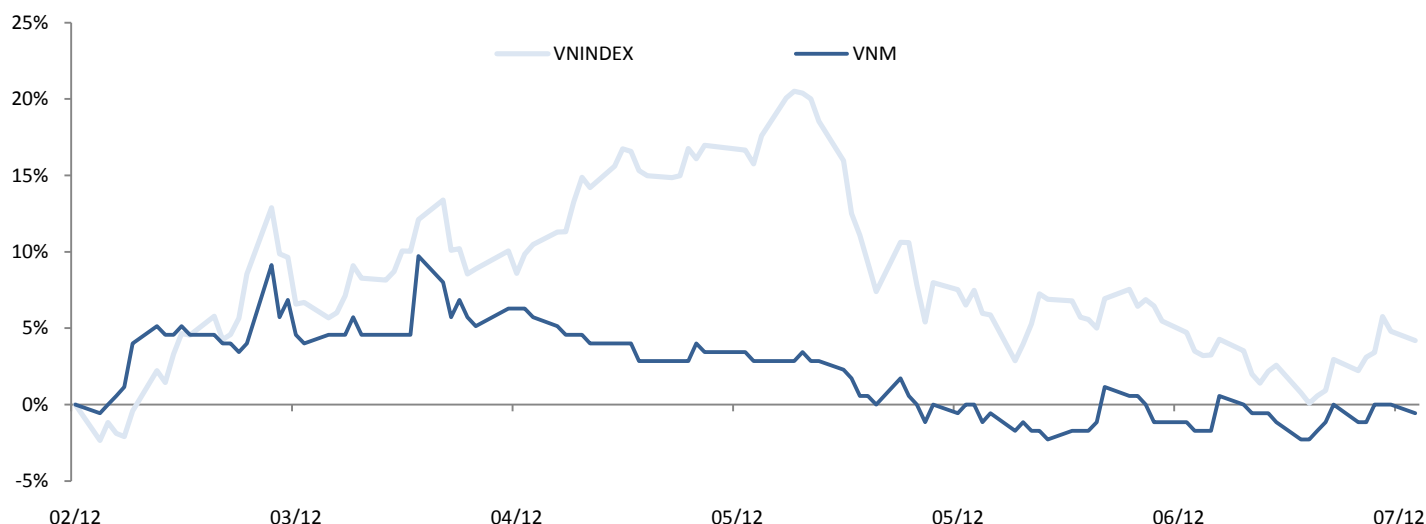
E: Dự phóng của SBS

Duy trì khuyến nghị

Do lợi nhuận của VNM sát với dự phóng, nên chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VINAMILK, dựa trên phương pháp DCF cơ bản, giá mục tiêu được thiết lập tại **110,000 đồng/cổ phiếu**. Tại mức giá mục tiêu, VNM sẽ có mức giao dịch P/E là 12.1 lần (2012) và P/B là 3.8 lần (2012).

Giá của VINAMILK dường như chỉ dao động quanh một mức giá, kể từ báo cáo trước của chúng tôi (08/05/2012). Hạn chế lớn nhất của VNM là tính thanh khoản khá thấp, xuất phát từ các yếu tố sau: (i) nhà đầu tư nước ngoài không thể tăng tỷ lệ sở hữu tại VNM do đã sở hữu tối đa room theo quy định, và (ii) phần lớn các nhà đầu tư tại Việt Nam không chú ý nhiều đến những cổ phiếu như VNM (giá cổ phiếu cao, không có sóng lớn,...)

Công ty đang được giao dịch tại mức **87,000 đồng/cổ phiếu** so với mức 90,000 đồng/cổ phiếu tại thời điểm ra báo cáo trước của chúng tôi. Tuy nhiên, điều đó có nghĩa là cổ phiếu VNM vẫn còn nhiều tiềm năng tăng giá (khoảng 26%) so mức giá mục tiêu của chúng tôi.

**BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)**

	QII-11	QIII-11	QIV-11	QI-12
Tổng tài sản	14,699	14,336	15,583	17,358
Tài sản ngắn hạn	9,520	8,979	9,468	10,079
Tài sản dài hạn	5,180	5,357	6,115	7,278
Tài sản cố định	3,856	4,270	5,045	6,162
Đầu tư dài hạn	1,101	859	847	895
Nguồn vốn	14,699	14,336	15,583	17,358
Nợ phải trả	3,376	2,796	3,106	3,737
Nợ ngắn hạn	3,232	2,650	2,947	3,578
Nợ dài hạn	144	147	159	159
Vốn chủ sở hữu	11,323	11,540	12,477	13,621
Nguồn vốn	11,323	11,540	12,477	13,621
Vốn điều lệ	3,708	3,708	5,561	5,561
Thặng dư vốn	1,277	1,277	1,277	1,277
LN chưa phân phối	3,500	3,572	4,177	5,144

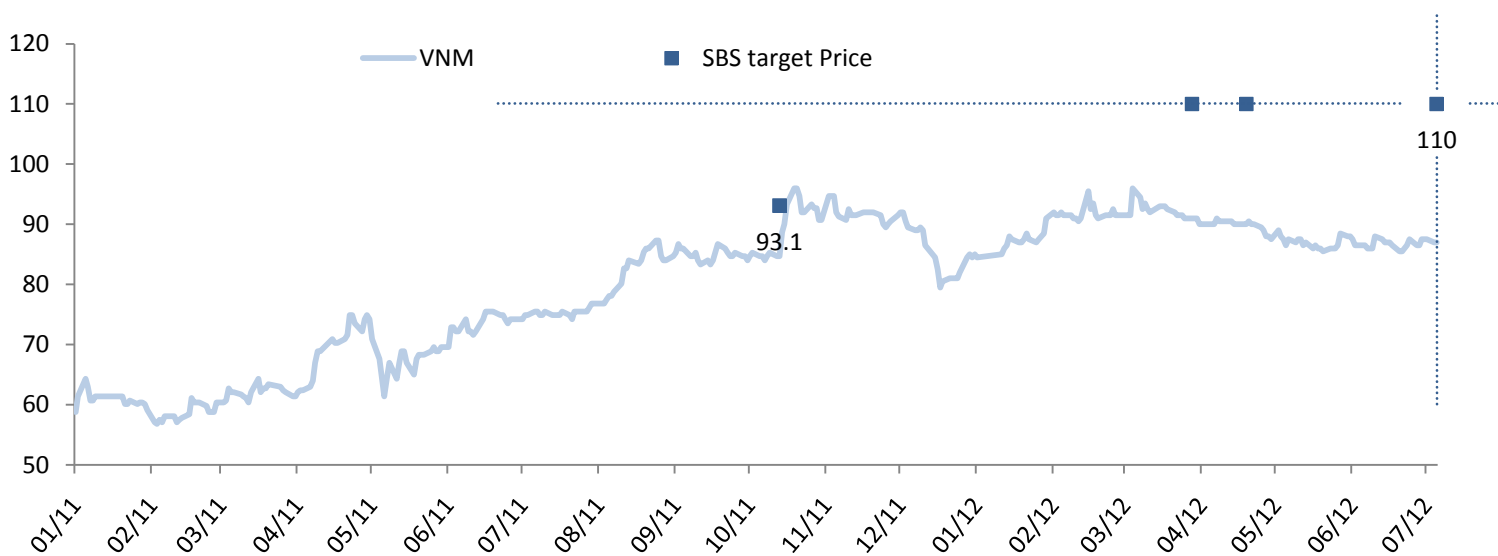
KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)

	QII-11	QIII-11	QIV-11	QI-12
Tổng doanh thu	5,538	5,813	6,091	5,985
Doanh thu thuần	5,420	5,697	5,975	5,876
Giá vốn hàng bán	3,719	4,024	4,271	4,077
Lợi nhuận gộp	1,702	1,673	1,704	1,800
Lợi nhuận tài chính	195	169	175	146
Chi phí tài chính	82	23	42	(13)
<i>Chi phí lãi vay</i>				
Chi phí bán hàng	419	505	546	418
Chi phí quản lý DN	114	120	137	113
LN thuần từ HĐKD	1,282	1,195	1,154	1,427
Lợi nhuận khác	68	76	92	122
Chi phí khác	41	13	19	9
Lợi nhuận trước thuế	1,308	1,258	1,227	1,540
Thuế TNDN	208	201	189	274
Lợi nhuận sau thuế	1,107	1,063	1,042	1,271
Lợi nhuận ròng	1,107	1,063	1,042	1,271

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	QII-11	QIII-11	QIV-11	QI-12
Chỉ tiêu tăng trưởng (y-o-y)				
Doanh thu	36.1%	29.9%	43.9%	29.3%
Lợi nhuận gộp	25%	20%	34%	19%
Lợi nhuận ròng	19%	-7%	43%	26%
Chỉ tiêu hiệu quả				
Lợi nhuận gộp biên	31.4%	29.4%	28.5%	30.6%
EBIT biên	24.1%	22.1%	20.5%	26.2%
Lợi nhuận ròng biên	20.4%	18.7%	17.4%	21.6%
ROA (4Q)	33.4%	30.0%	29.7%	28.9%
ROE (4Q)	44.9%	39.3%	38.1%	36.6%
Chỉ tiêu quản lý				
Số ngày phải thu	16	16	17	21
Số ngày tồn kho	100	79	70	87
Số ngày phải trả	1	3	2	2
Hệ số thanh toán				
Thanh toán hiện hành				
Thanh toán nhanh	1.7	2.1	2.1	1.7
Thanh toán tiền mặt	0.1	0.7	1.1	0.8
Cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	29.8%	24.2%	24.9%	27.4%
Tổng nợ/Tổng tài sản	23.0%	19.5%	19.9%	21.5%
Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	129.8%	124.2%	124.9%	127.4%
Chỉ tiêu trên cổ phần				
PE	8.1	8.4	8.8	9.3
EPS (đồng/CP)	11,109	10,768	10,199	9,671

Tên báo cáo	Ngày phát hành	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Giá thị trường ngày phát hành
Báo cáo cập nhật	01/11/2011	THU LỢI NHUẬN	93,100	84,700
Báo cáo lần đầu	16/04/2012	MUA	110,000	91,000
Báo cáo cập nhật quý 1/2012	08/05/2012	MUA	110,000	90,000
Báo cáo cập nhật quý 2/2012	25/07/2012	MUA	110,000	87,000



Hệ thống khuyến nghị đầu tư của Sacombank-SBS

Mua: Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 12 tháng tới

Trung Lập: Giá cổ phiếu có thể dao động trong mức +/- 15% trong 12 tháng tới

Thu 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

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.sbsc.com.vn

PHÒNG PHÂN TÍCH

Tel: +84 (8) 6268 6868 (Ext: 8763)

Email: sbs.research@sbsc.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

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

Laos

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

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@sbsc.com.vn