

TRUNG LẬP

Giá mục tiêu

VND 91,000

Giá hiện tại

VND 85,000

Nguyen Hoang Bich Ngoc

(+84-8) 5413-5478

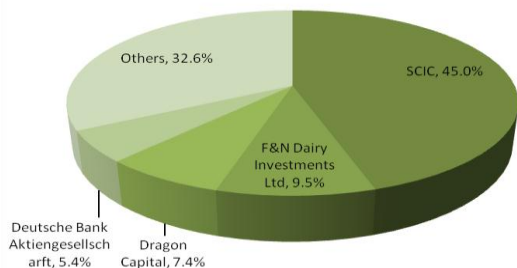
ngocnguyen@phs.vn

Sơ lược công ty

Mã CP	VNM
Vốn điều lệ (tỉ đồng)	5,561
CP đang lưu hành (triệu)	555.7
Vốn hóa (tỉ đồng)	72,797
Biên độ 52 tuần (đồng)	136,000 – 76,500
KLGD trung bình 3 tháng	122,800
Beta	0.51
Sở hữu nước ngoài	49%
Ngày niêm yết đầu tiên	19/01/2006

Cổ đông lớn

SCIC	45.0%
F&N Dairy Investments Ltd	9.5%
Dragon Capital	7.4%
Deutsche Bank	5.4%
Aktiengesellschaft	



Biến động giá

	3 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	+11.3	+28.7	+26.4
Phần trăm (%)	+15.3%	+50.7%	+44.8%



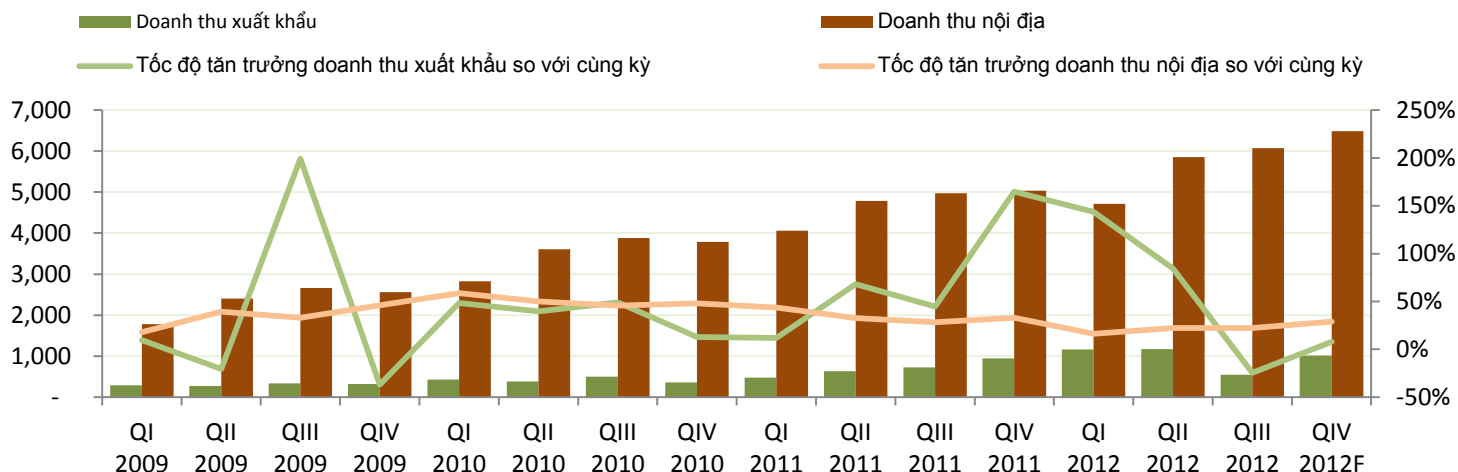
Khả năng tăng trưởng bền vững

- Kết quả vượt trội trong Q3/2012:** VNM đạt 6,619 tỷ đồng doanh thu (+16% so với cùng kỳ và -5.6% so với quý trước) trong Q3/2012. Doanh thu nội địa tăng 22% so với cùng kỳ lên 6,074 tỷ đồng với mức giá tăng khoảng 7%-10%, theo đại diện của công ty. *Kết quả tốt từ thị trường nội địa bù đắp mức sụt giảm 24% của doanh thu xuất khẩu. Theo VNM, hoạt động xuất khẩu của công ty vẫn diễn ra suôn sẻ, tuy nhiên lưu ý rằng doanh thu xuất khẩu không ghi nhận ở mức ổn định và tương đồng qua các quý như tiêu thụ nội địa (biểu đồ 1, trang 2). VNM tận dụng được lợi thế giá nguyên liệu nhập khẩu đầu vào thấp (sữa bột nguyên liệu). Theo đó, biên lợi nhuận gộp được cải thiện mạnh từ 29.4% lên 35.4% (biểu đồ 2, trang 2), góp phần đem lại 1,666 tỷ đồng LNTT (+32% so với cùng kỳ và -9% so với quý trước) và 1,395 tỉ đồng LNST (+31% so với cùng kỳ và -7% so với quý trước). Lũy kế 9 tháng đầu 2012, công ty đạt 74% kế hoạch doanh thu với 19,506 tỷ đồng (+25% so với cùng kỳ) và khoảng 90% mục tiêu LNTT và LNST, ghi nhận tương ứng 5,035 tỷ (+34% so với cùng kỳ) và 4,172 tỷ (+31% so với cùng kỳ).*
- Khả năng hoàn thành kế hoạch năm tài chính 2012:** VNM có khả năng hoàn thành kế hoạch cao trong năm tài chính 2012. *Theo công ty, doanh thu dự kiến sẽ dao động trong khoảng ±5% so với kế hoạch. Về chỉ tiêu lợi nhuận, với tỷ lệ đạt kế hoạch cao trong 9 tháng 2012, VNM tự tin về khả năng vượt hơn 10% so với mục tiêu ban đầu.*
- Triển vọng giai đoạn 2011-2016:** Theo kế hoạch sơ bộ, VNM dự kiến mức tăng trưởng bình quân hàng năm khoảng 20% đối với doanh thu (so với 28% giai đoạn 2006-2011) và 10% đối với LNST (so với 45% giai đoạn 2006-2011) (biểu đồ 3, biểu đồ 4, trang 2). *Công ty thiết lập tốc độ tăng trưởng doanh thu thấp hơn do quy mô kinh doanh hiện tại khá lớn. Tuy nhiên, kỳ vọng về tăng trưởng lợi nhuận được xem là khá thận trọng và chỉ phản ánh mục tiêu định hướng tối thiểu của doanh nghiệp.*
- Duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong quý cuối 2012 cũng như trong 2013:** Chúng tôi kỳ vọng VNM giữ được mức tăng trưởng cao đối với doanh thu và biên lợi nhuận gộp trong Q4/2012. Theo đó, *ước tính công ty vượt 2% kế hoạch doanh thu và 17% chỉ tiêu lợi nhuận trong 2012. Cụ thể, doanh thu dự kiến cải thiện 25% so với cùng kỳ lên 27,005 tỷ và LNST đứng ở mức 5,473 tỷ đồng (+30% so với cùng kỳ) trong 2012. Năm 2013, chúng tôi dự báo phân khúc sữa tươi và sữa bột sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh với sự vận hành Nhà máy Mega (sữa tươi) và Dielac II (sữa bột), đem lại tốc độ tăng 26% trong tổng doanh thu lên 34,082 tỷ. Hoạt động kinh doanh chính được kỳ vọng sẽ đóng góp 92% LNTT, tương đương 7,852 tỷ (từ 91% trong 2012), trong khi tỷ trọng lợi nhuận tài chính trong dự kiến giảm từ 6% xuống 4% do không ghi nhận các khoản hoàn nhập dự phòng tài chính như năm nay (biểu đồ 5, trang 3). Tổng kết, LNST ước đạt 6,462 tỷ (+18% so với cùng kỳ). Dự phóng của chúng tôi về kết quả kinh doanh của VNM trong 2013 lần lượt cao hơn 7% và 24% so với kế hoạch sơ bộ của công ty.*
- TRUNG LẬP với mức giá mục tiêu là 91,000 đồng.** Chúng tôi thiết lập giá mục tiêu là 91,000 đồng, dựa trên các phương pháp P/E (tỷ trọng 70% với P/E 12x và EPS dự phóng 2013) và P/B (tỷ trọng 30% với P/B 4.0x và giá trị sổ sách dự phóng 2013). *EPS và giá trị sổ sách 2013 thấp hơn do lượng cổ phiếu lưu hành cao hơn (833 triệu đơn vị) sau khi phát hành cổ phiếu thưởng với tỷ lệ 2:1 (đăng ký cuối cùng ngày 21/12/2012). Đợt phát hành này không ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của công ty, nhưng làm cho thị giá cổ phiếu có vẻ rẻ hơn do được điều chỉnh giảm, theo đó tạo thêm khả năng tăng trưởng giá. Giá mục tiêu của chúng tôi cao hơn 7% so với mức giá hiện tại là 85,000 đồng. Do đó, chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu này.*

(tỷ đồng)	1H11	3Q11	1H12	3Q12	KH 2012	2012E	2013E
Doanh thu thuần	9,956	5,697	12,887	6,619	26,480	27,005	34,082
Biên LN gộp	32%	29%	33%	35%		33%	33%
Biên LN HKKD	24%	21%	25%	25%		24%	22%
LN trước thuế	2,494	1,258	3,370	1,666	5,625	6,579	7,852
LN sau thuế	2,114	1,062	2,776	1,395	4,690	5,473	6,462
Tăng trưởng so với cùng kỳ	21%	-7%	31%	31%	11%	30%	18%
Tăng trưởng so với quý trước		-4%		-7%			
EPS (TTM)	10,739	10,540	8,783	9,382		9,068	7,756
Giá trị sổ sách	30,544	31,130	24,950	25,211		18,551	21,531
P/E	10.1	11.9	10.0	12.5		9.3	10.8
P/B	3.6	4.0	3.5	4.6		4.5	3.9

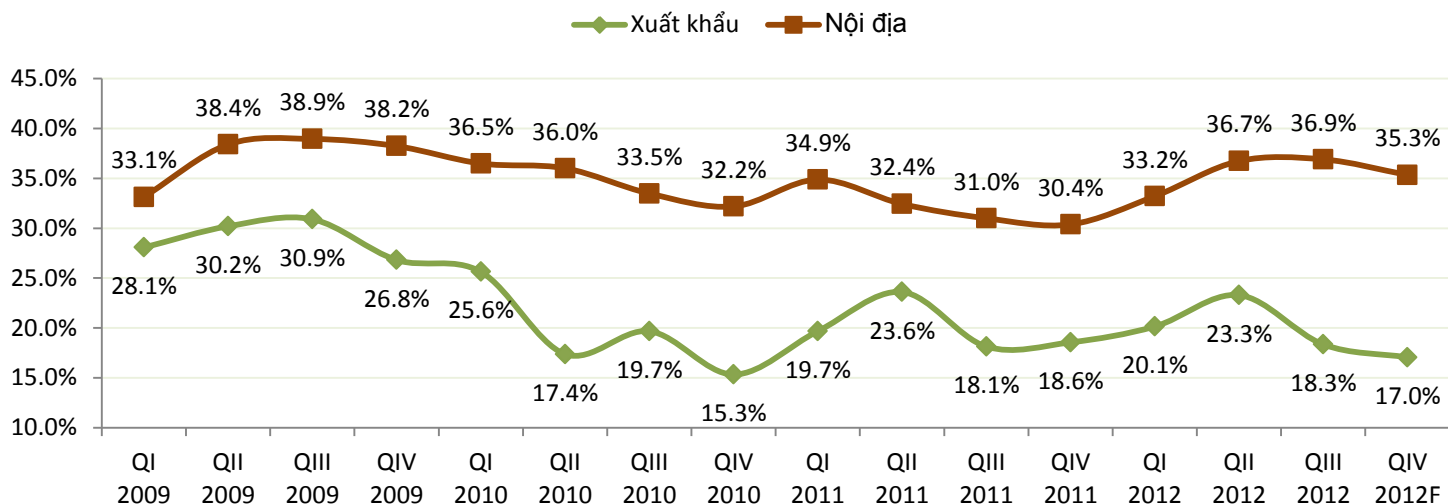
Nguồn: VNM, PHS

BIỂU ĐỒ 1 – Tốc độ tăng trưởng doanh thu của VNM (tỷ đồng)



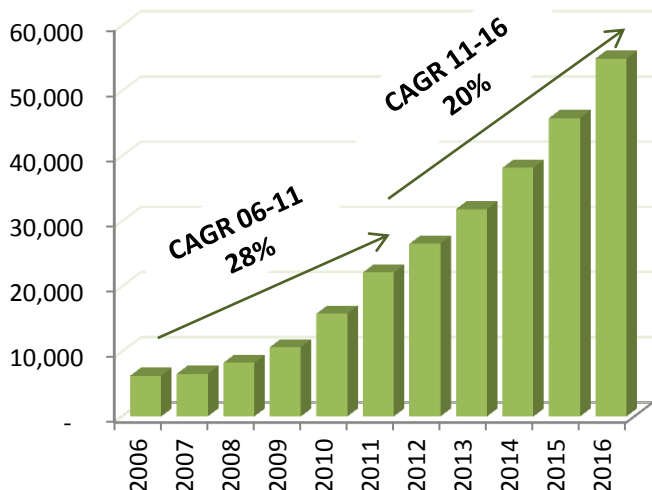
Nguồn: VNM, PHS

BIỂU ĐỒ 2 – Lợi nhuận gộp biên của VNM



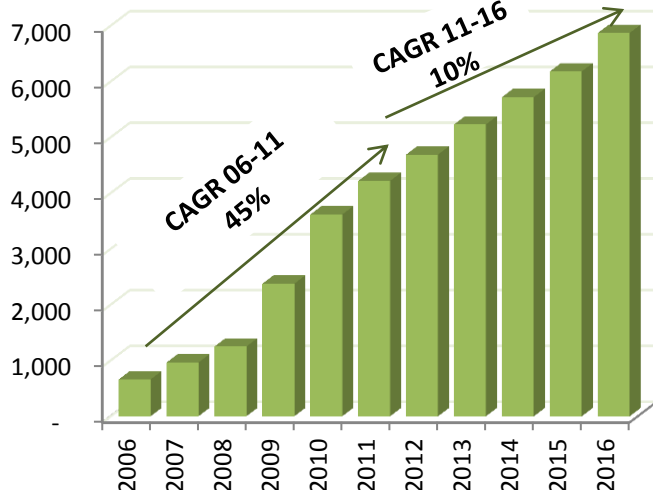
Nguồn: VNM, PHS

BIỂU ĐỒ 3 – Kế hoạch doanh thu 2011-2016 của VNM



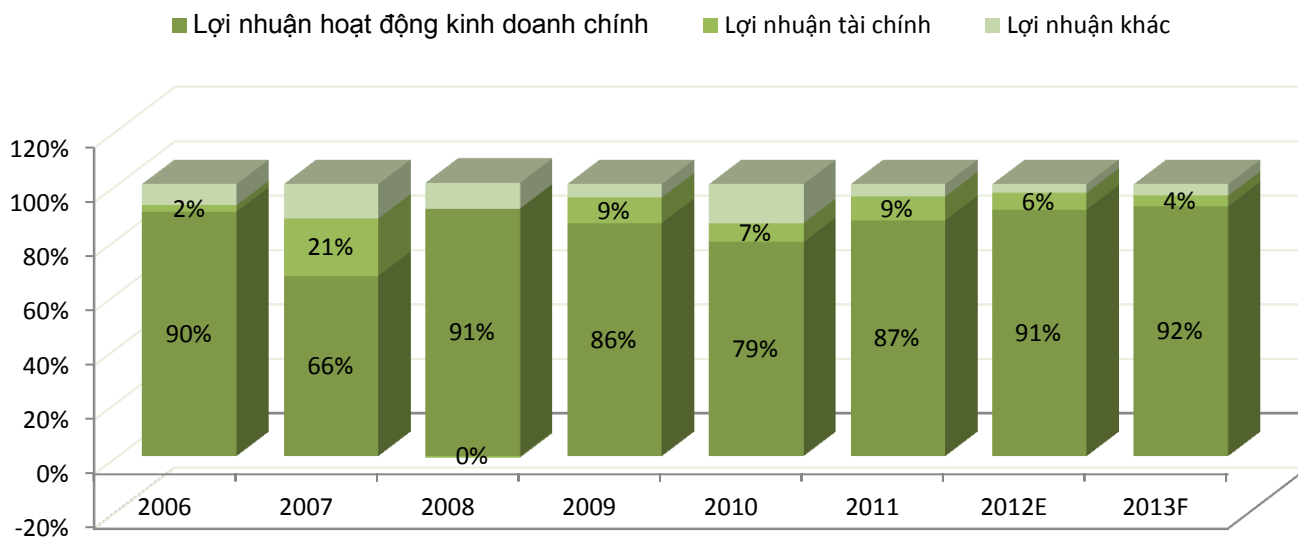
Nguồn: VNM

BIỂU ĐỒ 4 – Kế hoạch LNST 2011-2016 của VNM



Nguồn: VNM

BIỂU ĐỒ 5 – Cơ cấu LNTT của VNM



Nguồn: VNM, PHS

Chỉ số tài chính (tỷ đồng)

Kết quả kinh doanh	2010	2011	2012E	2013E	Chỉ số tài chính	2010	2011	2012E	2013E
Doanh thu thuần	15,753	21,627	27,005	34,082	Chỉ tiêu tăng trưởng				
Giá vốn hàng bán	10,579	15,039	17,977	22,953	Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu	48%	37%	25%	26%
Lợi nhuận gộp	5,174	6,588	9,027	11,129	Tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận gộp	33%	27%	37%	23%
Chi phí hoạt động	1,826	2,271	3,063	3,920	Tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận ròng	52%	17%	30%	18%
Lợi nhuận tài chính	295	434	402	308	Tỷ lệ tăng tổng tài sản	27%	45%	19%	19%
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	3,642	4,751	6,366	7,517	Tỷ lệ tăng vốn chủ sở hữu	24%	56%	24%	16%
Lợi nhuận khác	609	228	212	335	Chỉ tiêu hiệu quả				
Lợi nhuận trước thuế	4,251	4,979	6,579	7,852	Biên lợi nhuận gộp	33%	30%	33%	33%
Lợi nhuận sau thuế	3,616	4,218	5,473	6,462	Biên LN trước thuế	27%	23%	24%	23%
Cân đối kế toán	2010	2011	2012E	2013E	Lợi nhuận ròng biên	23%	20%	20%	19%
Tổng tài sản	10,773	15,583	18,568	22,012	ROA	38%	32%	32%	32%
Tài sản ngắn hạn	5,920	9,468	10,579	12,601	ROE	49%	40%	38%	38%
Tiền và tương đương	263	3,157	807	1,430	Phân tích DuPont				
Đầu tư ngắn hạn	2,092	736	2,756	2,860	Lợi nhuận ròng biên (1)	23%	20%	20%	19%
Khoản phải thu	1,125	2,169	2,754	3,408	Vòng quay tổng tài sản (2)	1.6	1.6	1.6	1.7
Tồn kho	2,351	3,272	3,865	4,705	Đòn bẩy (3)	1.3	1.3	1.2	1.2
Tài sản dài hạn	4,853	6,115	7,989	9,411	ROE = (1)x(2)x(3)	49%	40%	38%	38%
Tài sản cố định	2,763	3,750	7,189	8,631	Chỉ tiêu quản lý				
Nguồn vốn	10,773	15,583	18,568	22,012	Số ngày phải thu	21	28	33	33
Nợ phải trả	2,549	2,759	2,713	3,544	Số ngày tồn kho	63	68	72	68
Các khoản phải trả ngắn hạn	1,818	2,600	2,554	3,377	Số ngày phải trả	99	91	83	78
Vốn chủ sở hữu	8,224	12,824	15,856	18,468	Vòng quay tổng tài sản	1.6	1.6	1.6	1.7
Vốn điều lệ	3,531	5,561	8,335	8,335	Vòng quay tài sản dài hạn	3.8	3.9	3.8	3.9
Thặng dư vốn	-	1,277	1,277	1,277	Vòng quay tài sản cố định	7.1	7.1	5.2	4.4
Quỹ đầu tư phát triển	2,172	908	1,455	2,102	Hệ số thanh toán				
Lợi nhuận giữ lại	1,909	4,177	3,838	5,675	Thanh toán hiện tại	2.5	3.6	4.1	3.7
Lưu chuyển tiền tệ	2010	2011	2012E	2013E	Thanh toán nhanh	1.5	2.4	2.6	2.3
Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	2,019	2,411	4,903	6,541	Thanh toán tiền mặt	1.0	1.5	1.4	1.3
Dòng tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(993)	6	(5,305)	(2,586)	Cơ cấu vốn				
Dòng tiền thuần từ hoạt động tài chính	(1,188)	126	(1,942)	(3,332)	Tổng nợ/vốn chủ sở hữu	31%	22%	17%	19%
Dòng tiền thuần trong kỳ	(163)	2,543	(2,344)	623	Tổng nợ/tổng tài sản	24%	18%	15%	16%
Tiền đầu kỳ	426	613	3,157	813	Tổng tài sản/vốn chủ sở hữu	130%	125%	119%	118%
Tiền cuối kỳ	263	3,157	813	1,436	Chỉ tiêu trên cổ phần				
					PE	8.3	11.2	9.3	10.8
					PBV	3.7	3.9	4.5	3.9
					PS	1.9	2.2	2.6	2.1
					EPS (VND)	10,251	7,717	9,068	7,756
					Tiền/cổ phiếu (VND)	750	5,678	976	1,723
					Giá trị sổ sách (VND)	22,678	22,441	18,551	21,531

Nguồn: VNM, PHS dự phóng

Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Tăng tỷ trọng = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Trung lập = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Giảm tỷ trọng = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty CP chứng khoán Phú Hưng.

Lầu 5, Toàn nhà Lawrence S. Ting,
801 Nguyễn Văn Linh, Phường Tân Phú, Quận 7, HCMC
Tel: (+84-8) 5413-5479 – Fax: +84 8 54135472
Web: www.phs.vn