

Vinamilk (VNM)

84.500 đồng – MUA



Nguyễn Thế Anh

Chuyên viên cao cấp
anh.nguyen@vcsc.com.vn
+84 8 3 914 3588 ext. 194

Báo cáo lần đầu

Giá mục tiêu 106.000 đồng
Tăng 25%

Hàng tiêu dùng

Giá trị vốn hóa (triệu USD)	3.439
SL cổ phiếu lưu hành	834 triệu
Mức cao nhất 12 tháng	92.700VND
Mức thấp nhất 12 tháng	52.000VND

TL sở hữu nước ngoài	49%
Giới hạn TL sở hữu nước ngoài	49%

Cơ cấu cổ đông

Nhà nước	45.0%
F&N Dairy Investment	9.5%
Dragon Capital	7.4%
Deutsche Bank AG	5.4%
Khác	32.6%

Mô tả công ty

Vinamilk là công ty sữa lớn nhất Việt Nam với thị phần lên đến 39%. Sau 30 năm có mặt trên thị trường, công ty đã xây dựng được một nhãn hiệu tên tuổi với danh mục sản phẩm phong phú, bao gồm sữa bột, sữa nước, sữa chua, sữa đặc có đường và nước ép trái cây. Sản phẩm của Vinamilk được sản xuất và phân phối trên toàn quốc.

Diễn biến giá

Nghìn đồng ----- Giá (LHS) — KL (RHS) '000



Lựa chọn an toàn cho nhà đầu tư

Các nhà đầu tư dường như nhận thấy các lợi thế cạnh tranh và cơ hội tăng trưởng của Vinamilk. Công ty có thương hiệu mạnh, quy mô lớn giúp tiết kiệm chi phí, hệ thống phân phối rộng khắp, và công suất không ngừng được mở rộng để phục vụ nhu cầu ngày càng tăng. Do trên thị trường chứng khoán Việt Nam, không có quá nhiều lựa chọn để đầu tư, chúng tôi cho rằng cổ phiếu Vinamilk sẽ luôn là lựa chọn an toàn cho nhà đầu tư dù PER còn tương đối cao. Chúng tôi khuyến nghị MUA và giá mục tiêu 106.000 đồng.

Tăng trưởng ở mức hai chữ số

Việt Nam vẫn là một trong số những nước có mức tiêu thụ sữa thấp nhất thế giới; do đó, Vinamilk có thể duy trì tỷ lệ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ròng ở mức hai chữ số. Nhu cầu thị trường tăng nhờ tầng lớp trung lưu ngày càng đông và người dân ngày càng ý thức được giá trị dinh dưỡng của sữa. Vinamilk có thể nắm bắt cơ hội này với hệ thống phân phối rộng khắp toàn quốc và công suất ngày càng tăng.

Lợi nhuận ổn định

Biên lợi nhuận của Vinamilk sẽ ở mức ổn định. VNM có thể chuyển hầu hết phần chi phí nguyên liệu tăng thêm sang người tiêu dùng. Lợi thế về quy mô cũng như cách quản lý hàng tồn kho và chi phí hiệu quả sẽ làm giảm chi phí trên mỗi sản phẩm. Vì vậy, biên lợi nhuận, ROA và ROE của Vinamilk sẽ duy trì ở mức cao.

Nguồn tiền mặt để trả cổ tức rất dồi dào

Vinamilk thực hiện phần lớn kế hoạch đầu tư tăng công suất trong năm 2012, và kế hoạch mở rộng theo chiều sâu trong những năm tới với chi phí thấp hơn. Công ty hiện không có nợ nhưng lại có dòng mặt dồi dào từ các hoạt động chính của, vì vậy đầu tư cho các dự án trong tương lai và trả cổ tức không phải là một vấn đề lớn. Vinamilk dự tính sẽ trả cổ tức 3.000 đồng/cổ phiếu trong năm 2012.

Giá mục tiêu phản ánh khả năng tăng trưởng

Giá mục tiêu của chúng tôi là 106.000 đồng/cổ phiếu được tính dựa trên PER và PBR trung bình cũng như phương pháp DCF. So với các công ty sữa khác trong khu vực, chúng tôi nhận thấy VNM có xu hướng giao dịch tại mức PER thấp hơn, dù khó có thể so sánh trực tiếp do Việt Nam có mức lạm phát cao. Giá cổ phiếu tại nước ngoài của VNM hiện bằng giá mục tiêu của chúng tôi, và VNM chiếm tỷ trọng 12% trong rổ chỉ số HSX.

Tăng trưởng và định giá

	11A	12E	13E	14E	15E
Doanh thu (tỷ VND)	21.627	26.441	32.101	39.166	47.433
Lợi nhuận từ HĐSX (tỷ VND)	4.317	5.818	6.870	8.718	11.025
Biên lợi nhuận từ HĐSX (%)	20,0%	22,0%	21,4%	22,3%	23,2%
LN ròng (triệu VND)	4.218	5.202	6.047	7.409	8.877
EPS (VND)	5.288	6.236	7.249	8.882	10.641
Tăng trưởng EPS (%)	16%	18%	16%	23%	20%
DPS (VND)	2.000	3.000	3.000	3.000	3.000
BPS (VND)	15.641	19.193	26.776	31.658	38.299
PER (x)	24,6	20,8	17,9	14,6	12,2
PBR (x)	8,3	6,8	4,9	4,1	3,4
Lợi suất cổ tức (%)	2,3%	2,3%	3,5%	3,5%	3,5%
ROE (%)	33,8%	32,5%	27,1%	28,1%	27,8%
Nợ/(Nợ+CSH) (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

See important disclosure at the end of this document

Luận điểm đầu tư

Thế mạnh

Ngành công nghiệp sữa Việt Nam đạt mức tăng trưởng kép hàng năm 17% về doanh thu cho giai đoạn từ 2006 đến 2011, và 8,1% về sản lượng cho giai đoạn từ 2003 đến 2011. Tuy nhiên, mức tiêu thụ sữa của Việt Nam còn thấp so với các nước khác trong khu vực cũng như tiêu chuẩn của thế giới, cho thấy vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn.

Với bề dày 30 năm thành lập và phát triển, sản phẩm đa dạng, nhãn hiệu được người tiêu dùng tin nhiệm, Vinamilk giữ vị trí đầu tàu trong ngành sữa với thị phần 39% năm 2010. Việc không ngừng nỗ lực xây dựng thương hiệu, nâng cao nhận thức người tiêu dùng, các sản phẩm mới, độc đáo sẽ đảm bảo cho Vinamilk luôn giữ vững vị thế dẫn đầu. Tăng trưởng được hỗ trợ bởi một số yếu tố như mức tiêu thụ sữa còn thấp, dân số đông và thu nhập của tầng lớp trung lưu ngày càng tăng.

Chúng tôi dự báo tăng trưởng về sản lượng của ngành sữa sẽ là 6,5% trong 5 năm tới. Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2013 của VNM sẽ tiếp tục tăng lần lượt 21% và 16%. Trong 5 năm kế tiếp, mức tăng doanh thu và lợi nhuận sẽ được duy trì tại mức 22%. Ngoài ra, nguồn tiền mặt dồi dào cho phép VNM tiếp tục trả cổ tức tại mức 3.000 đồng/cổ phiếu trong năm 2013 và có thể còn cao hơn nữa trong những năm sau.

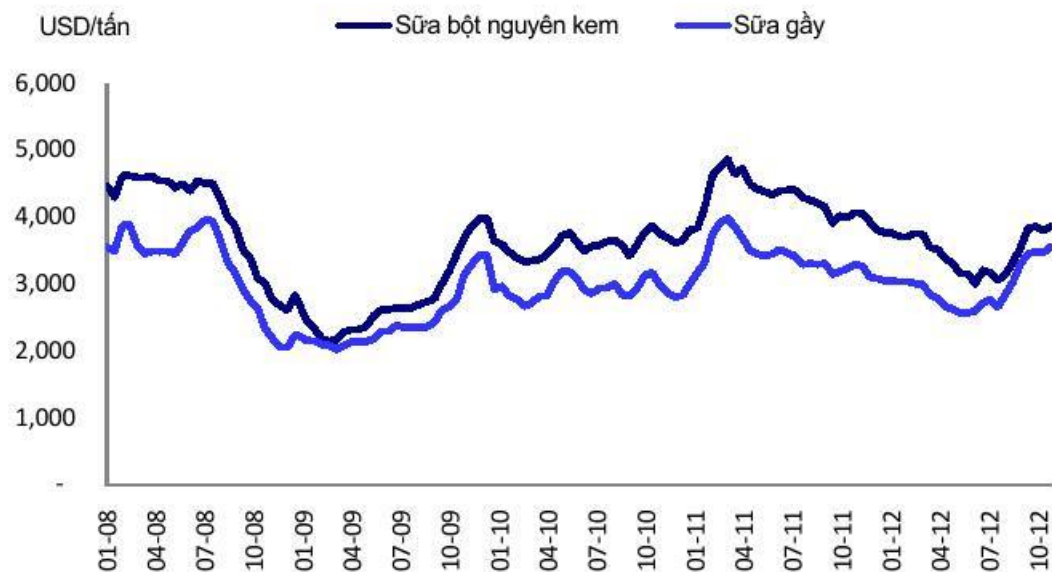
Rủi ro

Thị trường trở lên cạnh tranh hơn từ phía các công ty trong nước cũng như các công ty nước ngoài. TH Milk, một công ty sữa Việt Nam, đã đầu tư 400 triệu USD xây dựng nhà máy và nông trại bò sữa, dự kiến sẽ đầu tư tổng cộng 1,2 tỷ USD vào ngành công nghiệp sữa. Friesland Campina cũng tăng cường đầu tư vào các nông trại bò sữa, nhà máy và quảng cáo để mở rộng sản xuất và cũng như chiếm lĩnh thị phần. Một số công ty sữa nhỏ hơn như Sữa Long Thành, Sữa Mộc Châu, Sữa Ba Vì đã thâm nhập vào phân khúc sữa chua và sữa nước, cung cấp thêm nhiều lựa chọn cho người tiêu dùng, do đó thị trường ngày càng mang tính cạnh tranh cao. Các sản phẩm sữa được hưởng thuế nhập khẩu thấp hơn (3%-5%), tạo điều kiện cho các nhãn hiệu sữa nước ngoài nhập khẩu vào Việt Nam. Điều này có thể tác động xấu lên doanh thu và biên lợi nhuận của Vinamilk.

Nguyên liệu chiếm trên 60% giá vốn hàng bán, trong đó phần lớn là nguyên liệu nhập khẩu, và vì vậy bất kỳ thay đổi nào về giá nguyên liệu đều có thể tác động mạnh lên biên lợi nhuận của Vinamilk.

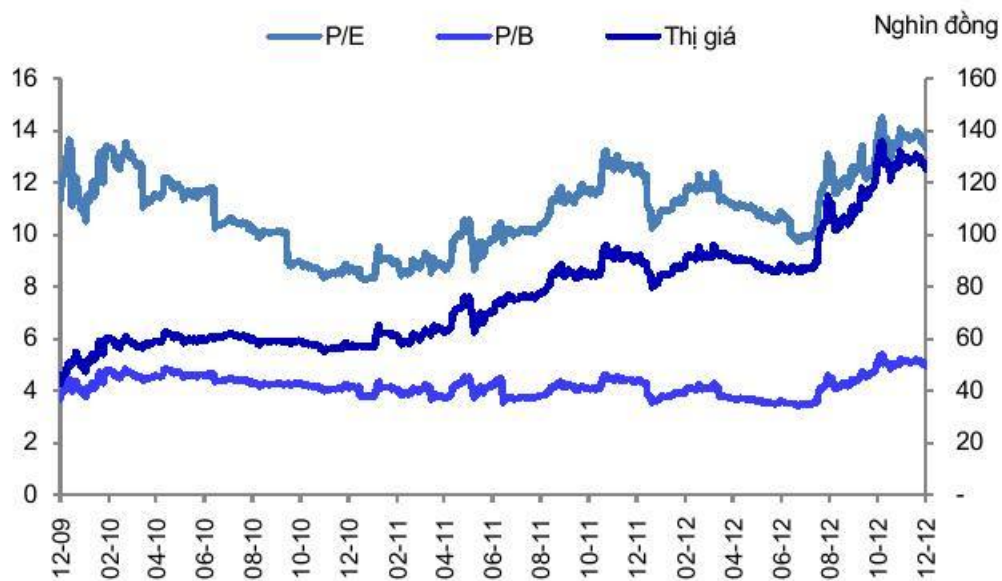
VNM không thể chuyển hoàn toàn phần tăng do chi phí nguyên liệu sang khách hàng bằng cách điều chỉnh giá bán. Năm 2009, giá sữa bột nguyên kem giảm từ 4USD/kg xuống 2,8USD/kg, hay 41%, dẫn tới biên lợi nhuận gộp tăng từ 32% lên 37%. Tuy nhiên, VNM dần tăng giá bán và khéo léo quản lý hàng tồn kho để phần nào giảm bớt rủi ro này. Từ năm 2009-2011, giá sữa bột nguyên kem tăng 53,6%, từ 2,8USD/kg lên 4,3USD/kg, nhưng vì các lý do trên, nhưng biên lợi nhuận gộp chỉ giảm từ 37% xuống 31%.

Hình 1: Giá sữa bột nguyên kem và sữa gầy trên thị trường thế giới



Nguồn: www.wisc.edu

Hình 2: Biến động giá cổ phiếu VNM, P/E, P/B



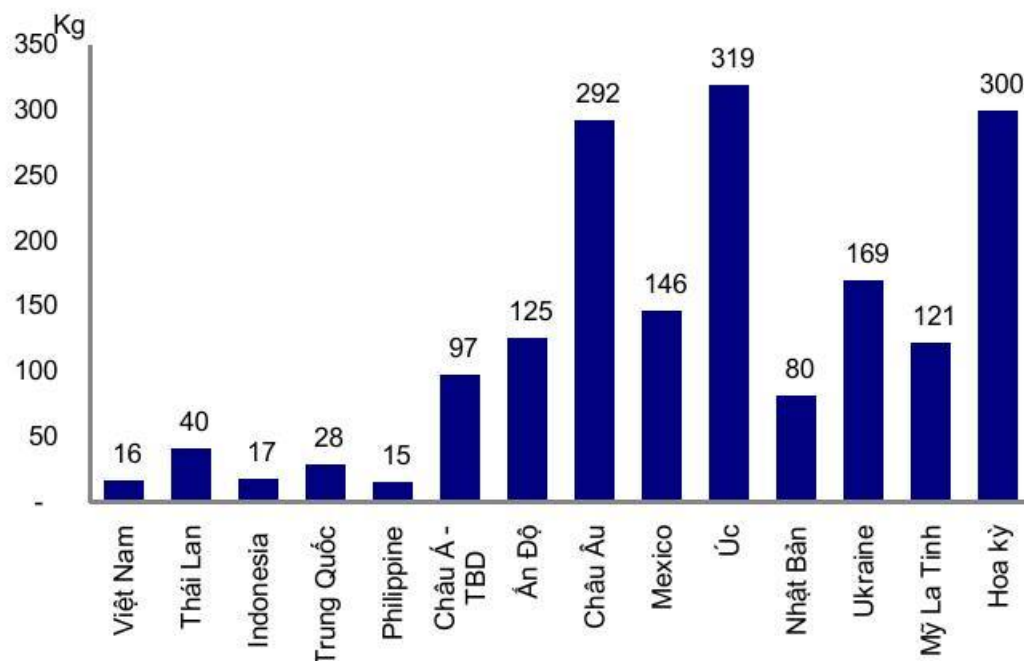
Nguồn: bloomberg

Tổng quan ngành sữa

Người Việt vẫn chưa có thói quen dùng sữa

Mức tiêu thụ sữa/đầu người tăng mạnh từ 9kg năm 2003 lên 15,7kg năm 2011. Tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm trong giai đoạn này đạt 8,1%, nhưng so với mức tiêu thụ trung bình của khu vực Châu Á-Thái Bình Dương nói riêng và thế giới nói chung, Việt Nam vẫn vào hàng thấp nhất. Hiện mức tiêu thụ sữa tại Việt Nam chỉ đạt 16% so với mức trung bình khu vực Châu Á-Thái Bình Dương và 7% mức dinh dưỡng khuyến nghị hàng ngày.

Hình 3: Mức tiêu thụ sữa bình quân trên đầu người



Nguồn: Food and Agriculture Policy Research Institute (FARPI)

Hình 4: Mức tiêu thụ sữa khuyến nghị tại Mỹ (2.000 cal)

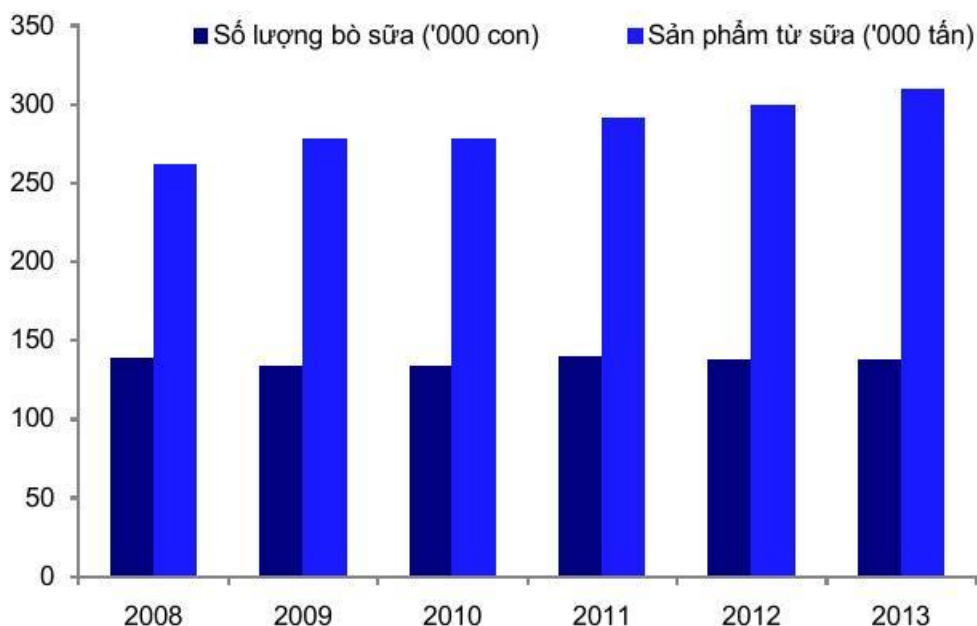
	Tối thiểu	Tối đa
Lượng sữa tiêu thụ/ngày cho 1 người trưởng thành (250 ml)	2	3
Lượng sữa tiêu thụ hàng ngày (lít)	0.47	0.7
Lượng sữa tiêu thụ hàng năm (lít)	172	256
Lượng sữa tiêu thụ hàng năm (kg)	176	264
Lượng sữa tiêu thụ trung bình hàng ngày (lít)		214
Lượng sữa tiêu thụ trung bình hàng ngày (kg)		220

Nguồn: Phòng Nông nghiệp Mỹ (United States Department of Agriculture - USDA)

Phụ thuộc vào sản phẩm sữa nhập khẩu

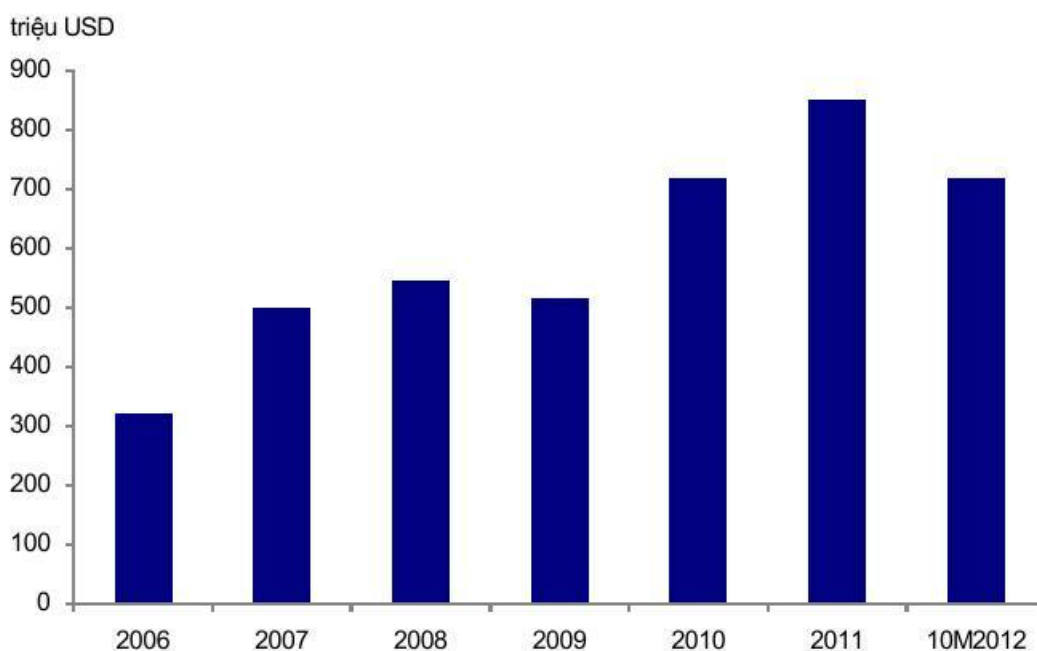
Lượng sữa sản xuất trong nước chỉ đáp ứng được 21% nhu cầu hiện nay. Việt Nam phải nhập khẩu 79% lượng sữa tiêu thụ. Chính phủ khuyến khích mở rộng các trang trại bò sữa và nâng cao sản lượng. Dự kiến đến năm 2020, Việt Nam sẽ có tổng đàn bò sữa 400.000 con và tự cung cấp 39% lượng sữa tiêu thụ. Ngay cả nếu Việt Nam đạt được mục tiêu đầy tham vọng này, ngành sữa vẫn phải phụ thuộc vào nhập khẩu. Vì chênh lệch cung và cầu rất lớn, khiến thị trường hấp thụ được các đợt tăng giá sữa liên tục mà vẫn đạt tỷ lệ tăng trưởng hai chữ số.

Hình 5: Sản lượng sữa của Việt Nam



Nguồn: FAPRI

Hình 6: Giá trị sữa nhập khẩu vào Việt Nam



Nguồn: Tổng cục Thống kê, FAPRI

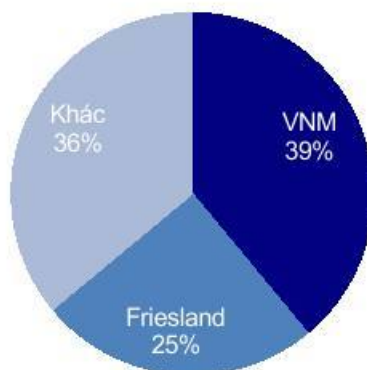
Thị trường có tính tập trung cao

Vinamilk và Friesland có tổng thị phần là 64%. Phần còn lại của thị trường thuộc về các công ty nhỏ hơn. Vinamilk thống lĩnh hầu hết các phân khúc như sữa chua, sữa đặc có đường, và sữa nước. Các nhãn hiệu nước ngoài và nhập khẩu dẫn đầu phân khúc sữa bột.

Cả Vinamilk và Friesland đều sản xuất tất cả các dòng sản phẩm, từ sữa tiệt trùng đến sữa bột. Các công ty khác nỗ lực thâm nhập vào các phân khúc sữa uống, nhưng không công ty nào có thị phần từ 5% trở lên.

Các công ty sữa đều đặt nhà máy sản xuất thuận lợi cho việc phục vụ các thị trường lớn ở miền Bắc và miền Nam. Vinamilk là công ty sữa duy nhất có nhà máy tại miền Trung.

Hình 7: Thị phần thị trường sữa Việt Nam năm 2010



Nguồn: EMI & VCSC tổng hợp

Hình 8: Dòng sản phẩm của các công ty sữa

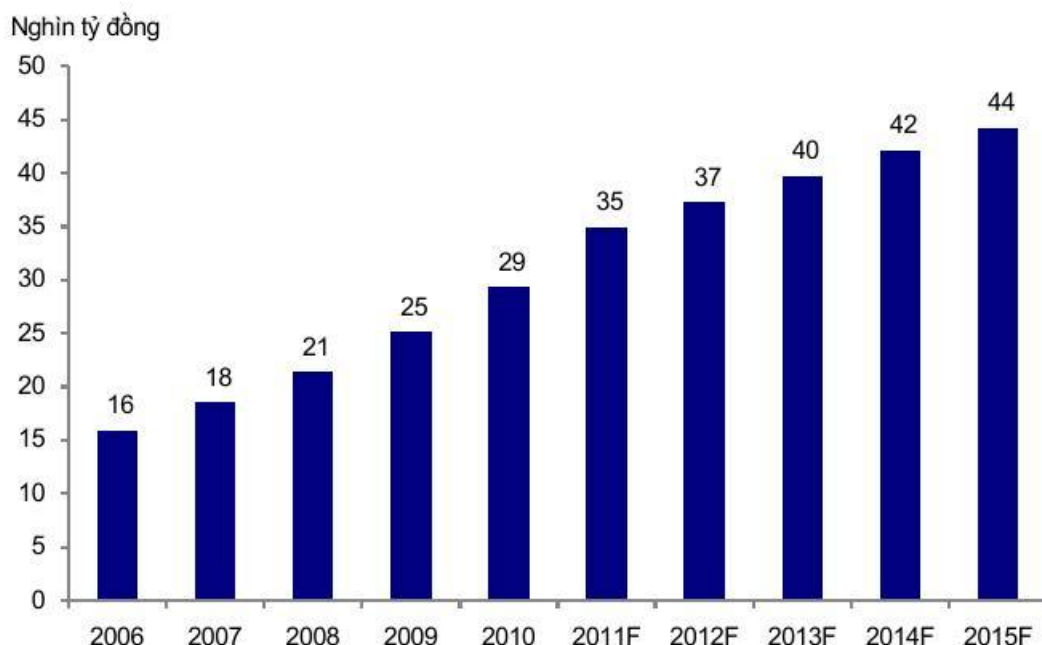
	Tiệt trùng	Thanh trùng	Sữa chua	Sữa đặc	Sữa bột
Vinamilk	X	X	X	X	X
Friesland	X	X	X	X	X
Abbott					X
Nestle					X
Mead Johnson					X
Dumex					X
Sữa Hà Nội	X	X	X		
IDP	X	X	X	X	
Mộc Châu	X	X	X		
Long Thành	X	X	X		
TH Milk	X	X	X		

Nguồn: EMI & VCSC tổng hợp

Triển vọng thị trường

Do tỷ lệ tăng trưởng luôn đạt mức cao và chênh lệch cung cầu, dự báo thị trường sữa sẽ còn phát triển mạnh mẽ (tỷ lệ tăng trưởng kép của doanh thu là 17% từ cho giai đoạn từ năm 2006 đến 2011). Theo dự báo của EMI, sản lượng sữa tiêu thụ có thể đạt tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm 6,5% trong giai đoạn 2011-2016.

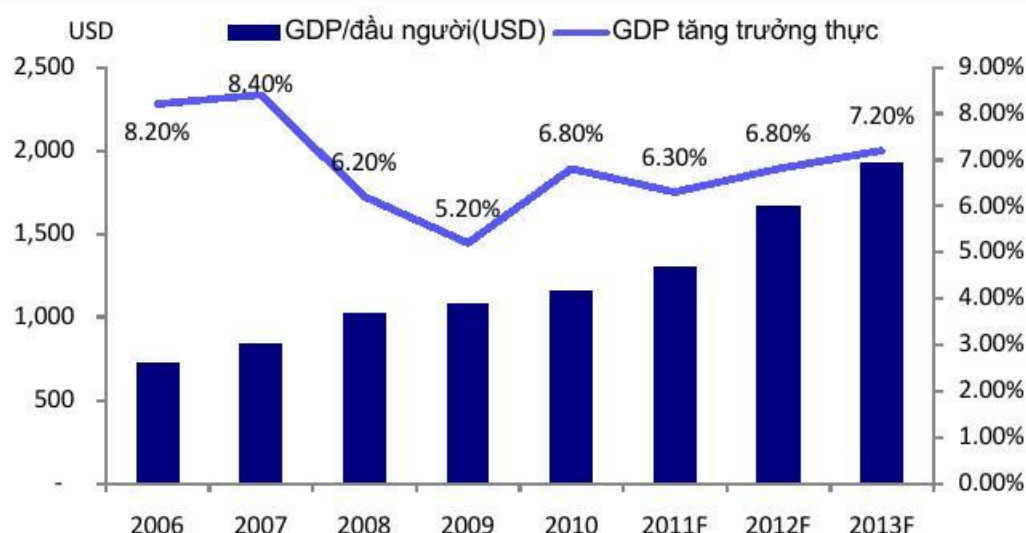
Hình 9: Quy mô thị trường sữa Việt Nam



Nguồn: EMI & VCSC ước tính

Theo kết quả điều tra dân số gần đây nhất, hơn 1/5 trong số 87 triệu dân Việt Nam sống tại khu vực thành thị, như Hà Nội, TP. HCM và Đà Nẵng. Thống kê cho thấy cứ 7 người dân thì có một người thuộc tầng lớp trung lưu trong khi cứ năm người dân thì có một người sống tại thành thị. Điều này giúp nhu cầu các sản phẩm sữa tăng mạnh, vì đây được xem là nguồn thực phẩm giàu dinh dưỡng và tốt cho sức khỏe.

Hình 10: GDP đầu người của Việt Nam và tỷ lệ tăng trưởng thu nhập



Nguồn: BMI, Tổng cục Thống kê

Do chất lượng cuộc sống không ngừng được cải thiện từ thời kỳ Đổi mới đến nay, nền kinh tế đã phát triển mạnh mẽ. GDP đầu người tăng hơn ba lần từ mức 351 USD năm 2000 lên 1.156 năm 2010.

Chính sách mỗi gia đình chỉ có một hoặc hai con của Việt Nam khiến chi tiêu dành cho trẻ em tăng lên, cũng tác động đến việc tiêu thụ sữa. Tất cả các yếu tố này sẽ giúp ngành sữa duy trì tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ.

Triển vọng thị phần

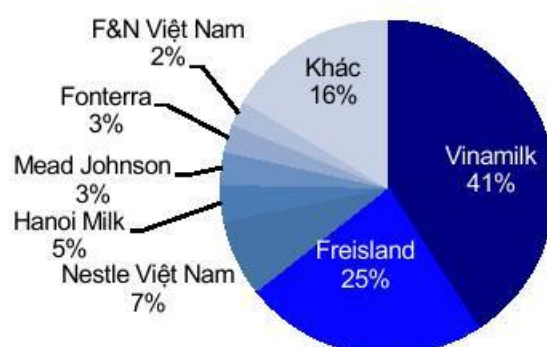
Vinamilk dẫn đầu phân khúc sữa chua và sữa đặc có đường, với thị phần lần lượt lên đến 71% và 88% năm 2011. Chúng tôi cho rằng trong trung hạn vị trí này sẽ không thay đổi.

Sữa đặc có biên lợi nhuận thấp (biên lợi nhuận gộp ước đạt 13%), tỷ lệ tăng trưởng thấp (tăng trưởng sản lượng chỉ đạt từ 2%-3%) và việc sản xuất đòi hỏi vốn lớn. Friesland dường như đã rút lui khỏi dòng sản phẩm này còn các công ty nhỏ lại thấy phân khúc sữa đặc không đủ hấp dẫn để tham gia. Vinamilk, với thị phần 88%, dẫn đầu phân khúc này.

Sữa chua đòi hỏi đầu tư lớn vào tủ mát và xe đông lạnh, khiến việc thâm nhập vào phân khúc này trở nên khó khăn hơn. Với 178.000 điểm bán lẻ và các nhà máy sản xuất sữa chua tại cả ba miền Bắc-Trung-Nam, Vinamilk có lợi thế trong phân khúc này, và sẽ đảm bảo thị phần thống lĩnh.

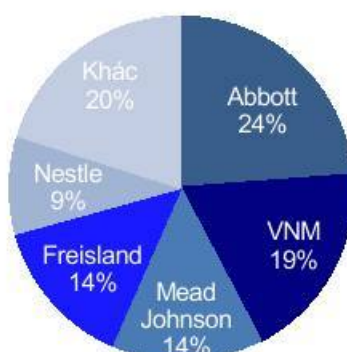
Phân khúc có tỷ lệ lợi nhuận cao nhất là sữa bột, trong đó Abbot Vietnam chiếm thị phần lớn nhất (23,8%), tiếp sau là Vinamilk (18,5%). Các công ty nước ngoài vẫn thống lĩnh phân khúc này, với tổng thị phần 61,4%. Tâm lý chuộng hàng ngoại của người Việt là lý do chính khiến các nhãn hiệu nước ngoài được ưa chuộng hơn. Vinamilk dự kiến sẽ cạnh tranh ở phân khúc này nhờ giá bán sản phẩm thấp hơn đáng kể (từ 10%-30% so với giá các sản phẩm nước ngoài) và dần nâng cao nhận thức của người tiêu dùng thông qua quảng cáo, các hội nghị và sự kiện. Vinamilk đặt mục tiêu thị phần 35%, nhưng có lẽ để thay đổi quan điểm của người tiêu dùng, cần có nhiều thời gian hơn cũng như một chiến lược khác.

Hình 11: Thị phần thị trường sữa nước năm 2010



Nguồn: EMI

Hình 12: Thị phần thị trường sữa bột năm 2010



Nguồn: EMI

Hoạt động

Vinamilk đã đạt tăng trưởng doanh thu cao, tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm cho giai đoạn từ 2005 đến 2011 là 25%. Tổng doanh thu năm 2011 đạt 1 tỷ USD. Bất chấp khó khăn, trì trệ, khủng hoảng sữa do melamine, và kinh tế đi xuống, Vinamilk vẫn đạt kết quả kinh doanh đầy ấn tượng.

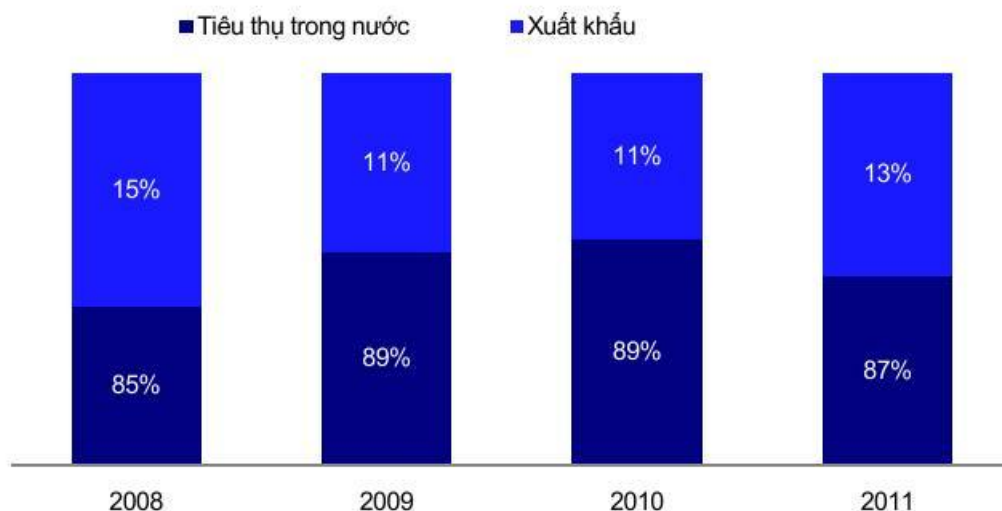
Biên lợi nhuận gộp và ròng từ khi niêm yết năm 2006 luôn ở mức hai chữ số. Biên lợi nhuận gộp cải thiện từ mức trung bình 24,5% giai đoạn 2005-2007 lên 32,9% giai đoạn 2008-2011. Quản lý tốt và chính sách hàng tồn kho hiệu quả giúp giá sản phẩm VNM luôn có tính cạnh tranh cao.

Trên 200 mặt hàng để đáp ứng thị hiếu khác nhau

Vinamilk có danh mục sản phẩm đa dạng, với 5 nhãn hiệu: Vinamilk (bao gồm sữa nước, sữa chua, kem), Vfresh (nước ép trái cây và sữa đậu nành), Dielac (sữa bột), Ridielac (bột dinh dưỡng) và sữa đặc, và đang tập trung vào các sản phẩm có giá trị gia tăng và biên lợi nhuận cao hơn.

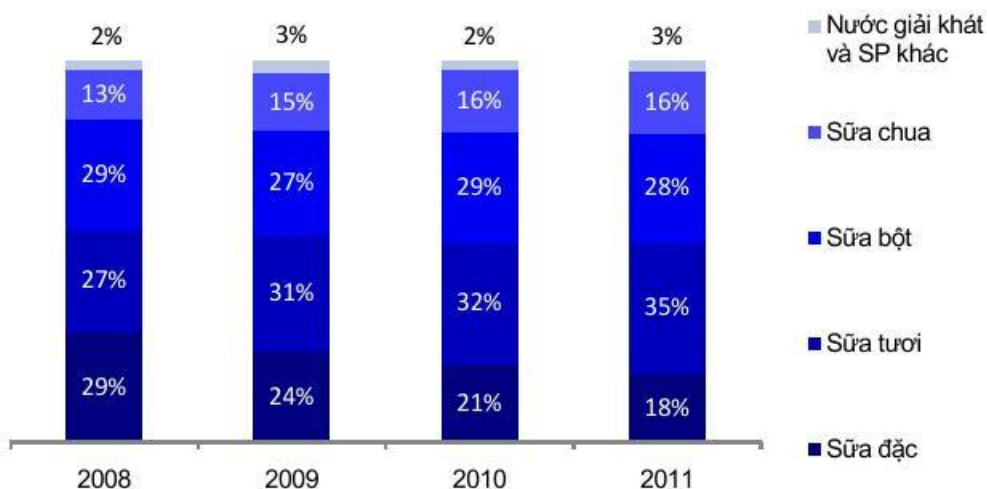
Do người tiêu dùng ngày càng quan tâm đến việc sức khỏe, chúng tôi nhận thấy Vinamilk đang chuyển dịch sang các sản phẩm với giá trị gia tăng cao hơn. Công ty đã tung ra thị trường sữa chua collagen, sữa uống chứa ADM và sữa bột được bổ sung thêm vi chất khác. VNM có sản phẩm cho khách hàng thuộc tất cả các mức thu nhập, với hương vị và kích thước bao bì sản phẩm đa dạng.

Hình 13: Thanh phần doanh thu của Vinamilk từ thị trường trong nước và xuất khẩu



Nguồn: Vinamilk

Hình 14: Doanh thu của Vinamilk theo phân khúc sản phẩm



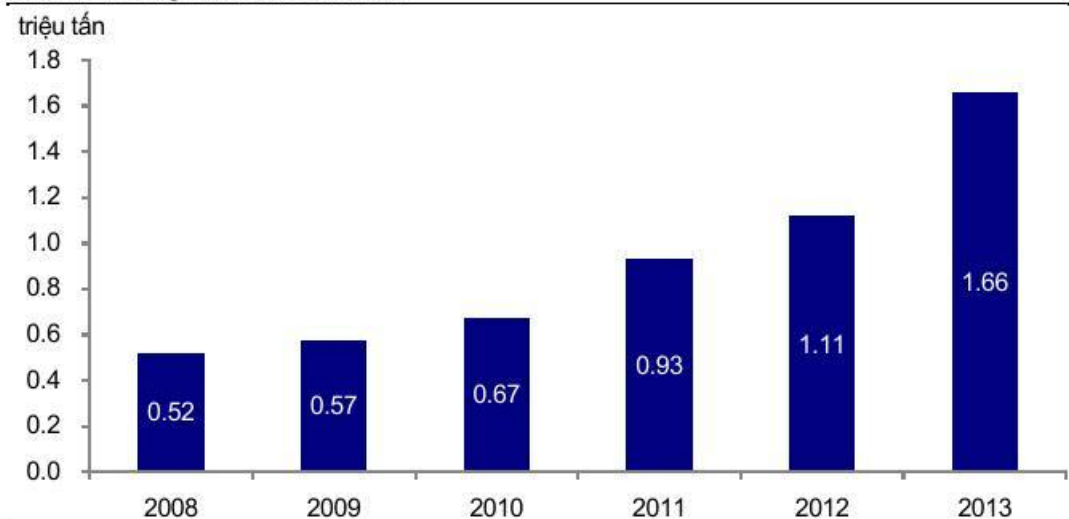
Nguồn: Vinamilk

Năng lực sản xuất

Công suất của VNM tăng đều với tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm từ 2007 đến 2012 đạt 19,5%, tổng công suất năm 2012 đạt 1,1 triệu tấn và dự kiến đạt 1,6 triệu tấn năm 2013. Năm 2011, công suất tăng 38,5% cùng với sự khánh thành của Nhà máy sữa Tiên Sơn, chuyên sản xuất sữa đặc, sữa chua và sữa nước. Công suất tăng lên 1,1 triệu tấn khi Nhà máy sữa Đà Nẵng đi vào hoạt động năm 2012, góp phần cung cấp sữa nước và sữa chua cho thị trường miền Trung. Với Nhà máy sữa Đà Nẵng, Vinamilk là công ty sữa đầu tiên đặt nhà máy sản xuất tại miền Trung. Nhà máy này sẽ giúp việc phân phối hiệu quả hơn và vị thế của Vinamilk vững chắc hơn tại các thành phố miền Trung đang phát triển.

Từ trước đến nay, Vinamilk luôn vận hành ở mức 70% công suất. Do gần đây công suất tăng đáng kể, chúng tôi dự kiến công ty sẽ hoạt động dưới 60% công suất và tỷ lệ này sẽ được cải thiện. Với công suất 1,6 triệu tấn hoàn toàn đáp ứng được nhu cầu hoạt động của VNM trong 5 vòng năm tới.

Hình 15: Công suất của Vinamilk



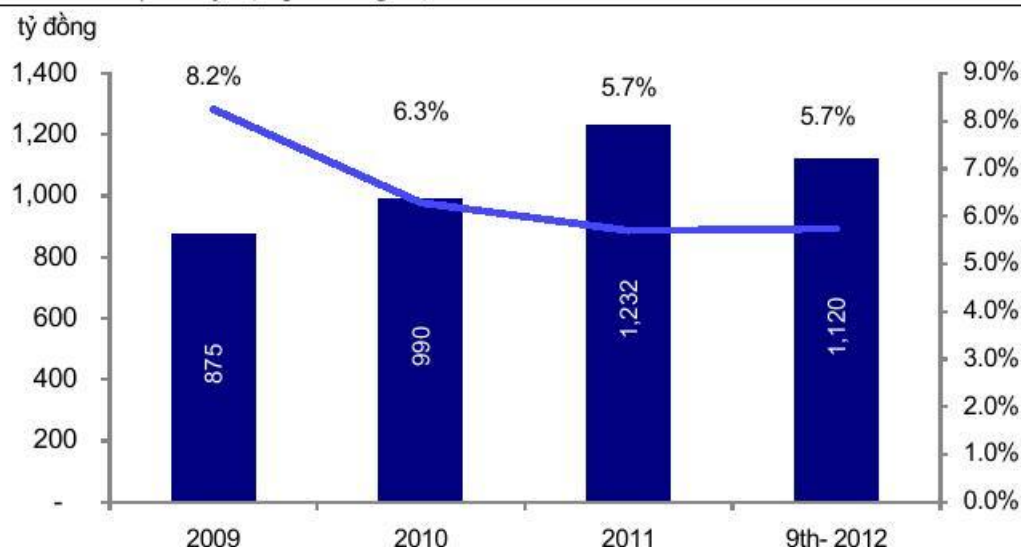
Nguồn: VCSC ước tính

Phân tích chi phí

Chi phí xây dựng thương hiệu năm 2011 là 1.232 tỷ đồng, tăng trưởng kép hàng năm đạt 18,6% cho giai đoạn từ năm 2009 đến 2011. Tính theo phần trăm doanh thu, năm 2009, chi phí xây dựng thương hiệu chiếm 8,2%, năm 2010 giảm xuống còn 6,3%, và ổn định ở mức 5,7% trong năm 2011 và 9 tháng đầu năm 2012. So với tỷ lệ tăng trưởng doanh thu ròng trong cùng giai đoạn, chi phí của Vinamilk đạt hiệu quả cao khi mang lại tăng trưởng kép hàng năm trong giai đoạn này lên đến 42,7%. Nếu không có thay đổi lớn nào trong kế hoạch quảng cáo, chúng tôi cho rằng tỷ lệ này sẽ được duy trì ở mức hiện tại.

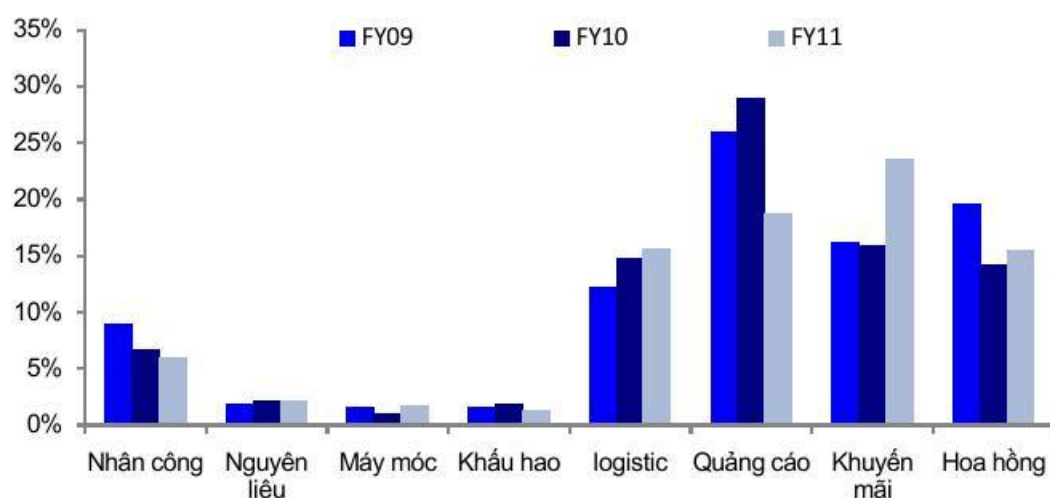
Chi phí bán hàng trực tiếp (quảng cáo, khuyến mãi và hoa hồng) chiếm 70,3% tổng chi phí bán hàng năm 2009 và ổn định tại mức 68% tổng chi phí bán hàng năm 2011 và 2012.

Hình 16: Chi phí xây dựng thương hiệu của Vinamilk



Nguồn: VCSC, Vinamilk

Hình 17: Chi phí bán hàng của Vinamilk theo danh mục



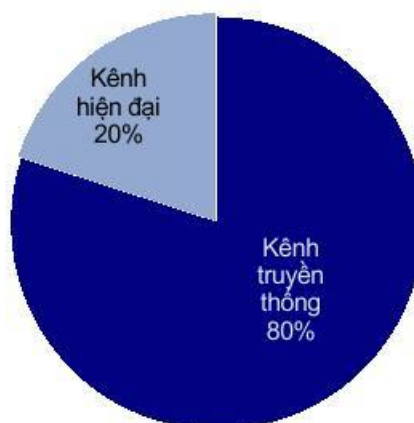
Nguồn: VCSC Vinamilk

Hệ thống phân phối

Vinamilk có hệ thống phân phối rộng nhất khắp cả nước bao gồm tất cả 64 tỉnh thành. Năm 2011, hệ thống phân phối bao gồm 232 nhà phân phối và 178.000 cửa hàng bán lẻ khắp cả nước (tăng 27% so với năm 2010). Vinamilk tiếp tục mở rộng và tăng cường mạng lưới này để có thể phân phối trực tiếp cho khách hàng đặc biệt là ở khu vực nông thôn, nơi tập trung hơn 70% dân số. Khu vực nông thôn đóng vai trò quan trọng cho sự tăng trưởng doanh thu vượt bậc những năm gần đây. Nhà máy tại Đà Nẵng và Thanh Hóa sẽ giúp cho hệ thống phân phối hiệu quả hơn, cũng như củng cố hơn nữa vị thế của công ty ở miền Trung Việt Nam (không đối thủ cạnh tranh nào có nhà máy sản xuất tại khu vực này).

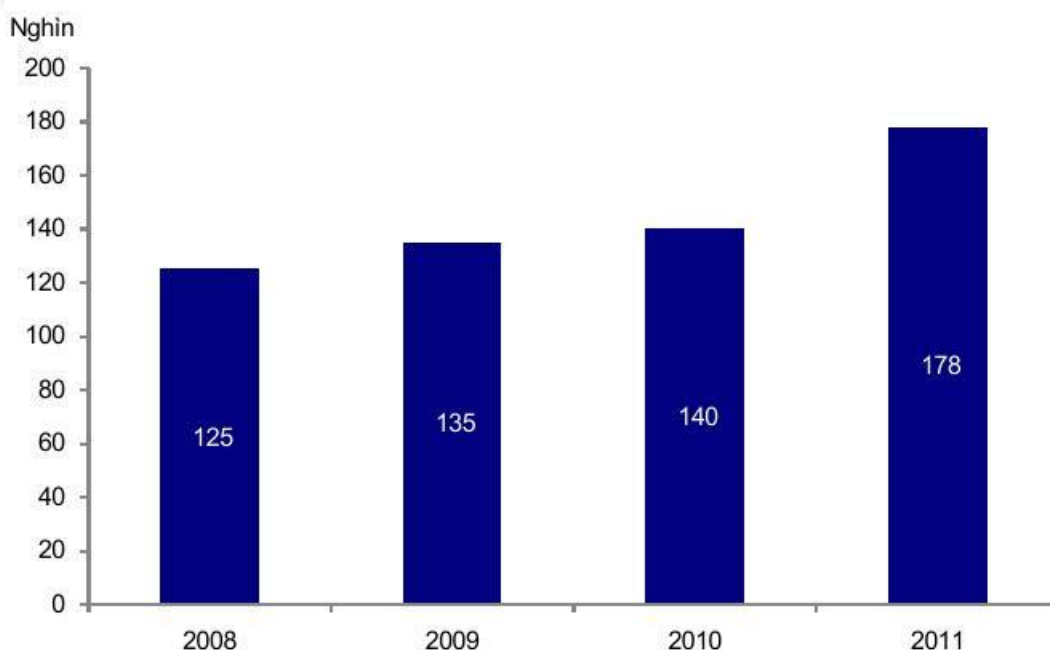
Vinamilk sử dụng cả hai kênh phân phối hiện đại và truyền thống. Kênh hiện đại nhằm tận dụng quá trình đô thị hóa ngày càng nhanh. Tuy nhiên, kênh phân phối truyền thống (tiệm tạp hóa) vẫn giữ vai trò quan trọng do chiếm đến 80% tổng doanh thu của Vinamilk.

Hình 18: Cơ cấu doanh thu của Vinamilk theo kênh phân phối



Nguồn: Vinamilk

Hình 19: Các điểm bán hàng của Vinamilk



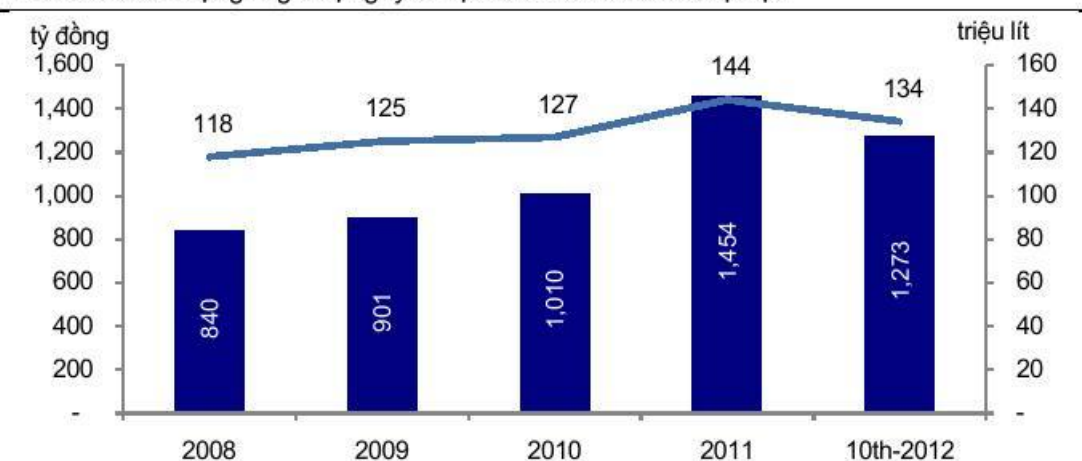
Nguồn: Vinamilk

Giá thành chủ yếu đến từ sữa bột nhập khẩu và giá thu mua sữa nguyên liệu

Nguyên liệu (sữa bột, giá thu mua sữa nguyên liệu, đường...) dao động từ 62% đến 73% giá vốn hàng bán, tiếp theo là chi phí bao bì chiếm khoảng 20% và phần còn lại là chi phí sản xuất và chi phí khấu hao.

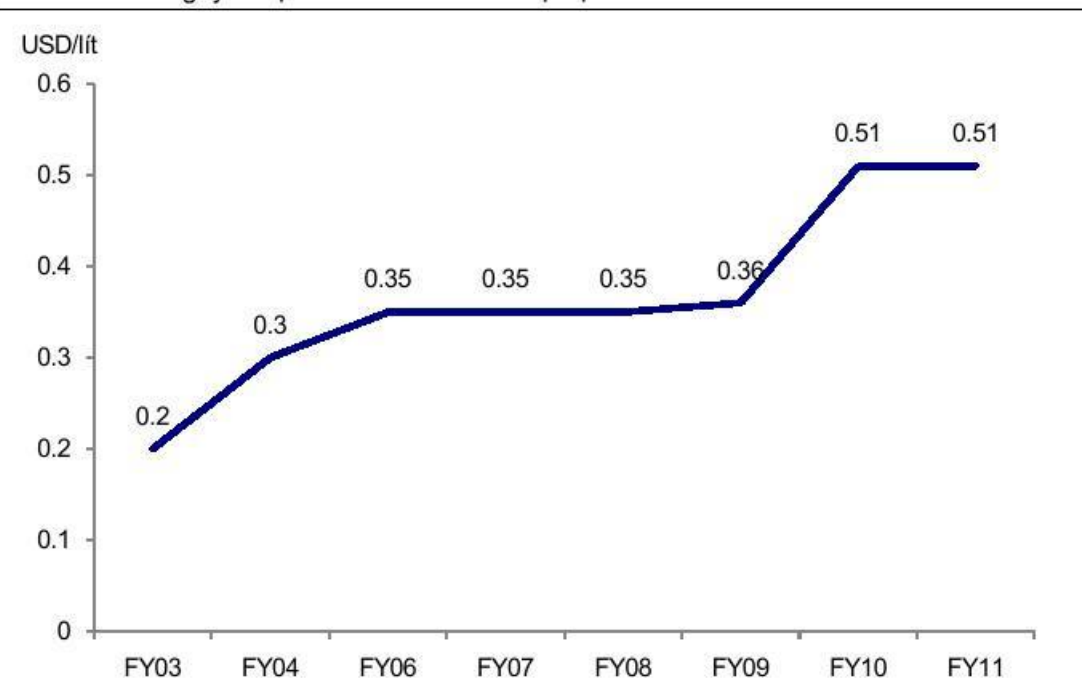
Vinamilk thu mua 60% tổng số lượng sữa tươi sản xuất tại Việt nam. Trong năm 2008, Vinamilk đã mua 118 triệu lít và tăng lên 144 triệu lít trong năm 2011. Do lạm phát và chi phí sản xuất tăng cao, Vinamilk tăng giá mua nguyên liệu mỗi năm, giá mua sữa tăng với tốc độ CAGR là 9,4% trong giai đoạn 2008-2012.

Hình 20: Sản lượng & giá trị nguyên liệu sữa tươi đầu vào nội địa



Nguồn: Báo cáo thường niên của Vinamilk

Hình 21: Giá nguyên liệu sữa tươi đầu vào nội địa



Nguồn: USDA

Các yếu tố quyết định doanh thu & lợi nhuận

Tốc độ tăng trưởng CAGR doanh thu của VNM là 25% trong giai đoạn 2005-2011. Trong đó, sữa bột, sữa tươi và sữa chua có tốc độ tăng trưởng cao nhất, CAGR lần lượt là 42%, 37% và 38% trong cùng thời kỳ. VNM đã tập trung nhiều hơn vào các sản phẩm có giá trị thặng dư cao, tốc độ tăng trưởng cao hơn và lợi nhuận biên tốt hơn. Đóng góp của sữa tươi, sữa bột và sữa chua ngày càng trở nên quan trọng hỗ trợ Vinamilk duy trì tốc độ tăng trưởng bền vững của doanh thu và lợi nhuận.

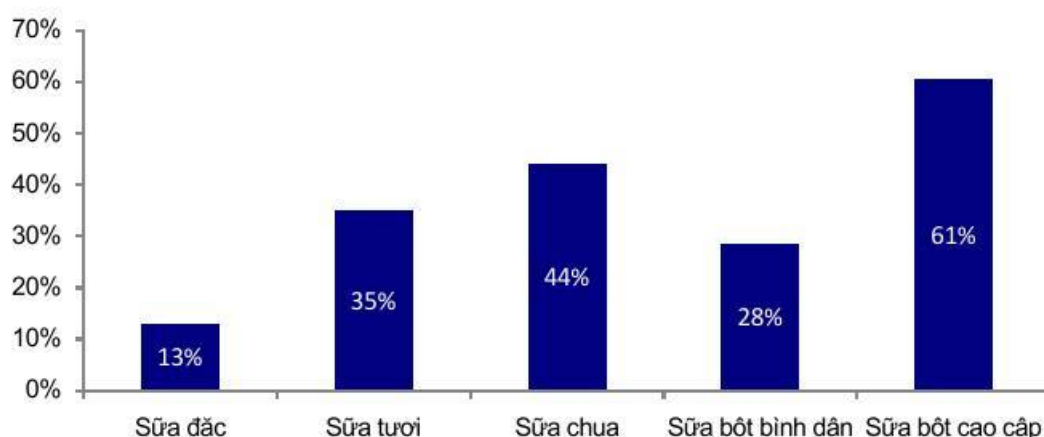
Hình 22: Dự báo doanh thu của Vinamilk theo dòng sản phẩm

Doanh thu (tỷ đồng)	2010	2011	Dự báo 2012	Dự báo 2013	Dự báo 2014	Dự báo 2015	Dự báo 2016
Sữa đặc	3.243	3.945	4.433	4.980	5.595	6.286	7.062
Sữa tươi	5.049	7.463	9.183	11.496	14.515	18.481	23.730
Sữa bột	4.526	6.160	7.700	9.625	12.032	14.438	17.326
Sữa chua	2.591	3.517	4.516	5.315	6.256	7.364	8.667
Sản phẩm khác	343	542	609	684	769	864	970
Tổng cộng	15.753	21.627	26.441	32.101	39.166	47.433	57.756

Nguồn: Dự báo của VCSC

Sữa đặc có lợi nhuận biên thấp nhất. Chúng tôi ước tính lợi nhuận biên gộp là 13%, trong đó hơn 80% giá vốn hàng bán là nguyên liệu đầu vào. Biến động giá nguyên liệu sẽ ảnh hưởng đến dòng sản phẩm này nhiều nhất. Sữa tươi và sữa chua có lợi nhuận biên gộp tương ứng là 35% và 44%. Phân khúc sữa bột cao cấp có lợi nhuận cao nhất đạt 61%, tuy nhiên, các công ty nước ngoài chiếm ưu thế ở phân khúc này. Các sản phẩm Vinamilk thuộc phân khúc bình dân và trung cấp. Chúng tôi ước tính lợi nhuận biên cho phân khúc sữa bột của Vinamilk là 38%. Đó là ba dòng sản phẩm mà Vinamilk tập trung nhằm tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận.

Hình 23: Lợi nhuận biên của Vinamilk theo sản phẩm



Nguồn: Dự báo 2012 của VCSC

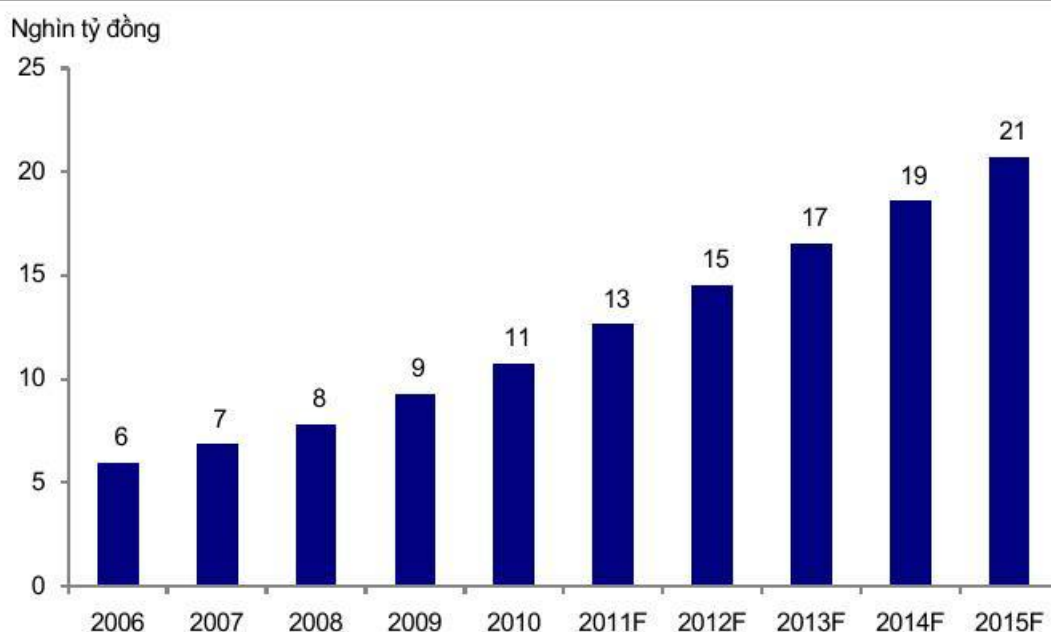
Sữa tươi

Tính trung bình, sữa tươi chiếm 31% doanh thu trong 4 năm qua, chiếm 35% doanh thu trong năm 2011. Vinamilk dẫn đầu thị trường ở phân khúc này với 40,9% thị phần. Trong ngắn hạn, sữa tươi vẫn là sản phẩm quan trọng nhất đóng góp vào doanh thu và lợi nhuận.

Bắt đầu bằng sản phẩm sữa tươi tiệt trùng, trong năm 2011, Vinamilk đã giới thiệu sữa thanh trùng và sữa bổ sung vi chất ADM nhằm tiếp cận nhu cầu cho sản phẩm dinh dưỡng và sữa tươi đang ngày càng tăng. Sữa ADM, đóng gói 110 & 180 ml, nhắm đến đối tượng trẻ em của các gia đình hiện đại. Nhu cầu cho sự thuận tiện chính là lý do cho sự thay đổi xu hướng gần đây chuyển từ bột GUM sang sữa tươi và sữa có hương vị. Với tốc độ CAGR trong giai đoạn 2006-2012 là 15,8% và dự kiến tốc độ CAGR trong giai đoạn 2011-2015 đạt 13,1%, sữa nước vẫn đóng góp chính cho tăng trưởng và lợi nhuận. Với các sản phẩm phong phú và mang tính tiên phong, Vinamilk đã và đang phát triển mạnh mẽ ở phân khúc này.

Sữa tươi không đường và có hương vị vẫn chiếm lĩnh thị trường. Tuy nhiên, chúng tôi chưa thấy nhiều sự lựa chọn cho khách hàng ví dụ các sản phẩm bổ sung vitamin và sữa ít béo. Lượng sữa tiêu thụ tại các thành phố lớn chiếm hơn 70% tổng mức tiêu thụ sữa. Chúng tôi thấy Vinamilk giới thiệu sữa tươi có bổ sung vi chất ADM, điều này có thể khởi đầu cho một xu hướng mới của dòng sản phẩm này. Chúng tôi cho rằng VNM vẫn có thể tăng trưởng về sản lượng cao hơn 15% ở phân khúc này.

Hình 24: Quy mô thị trường sữa tươi Việt Nam



Nguồn: EMI

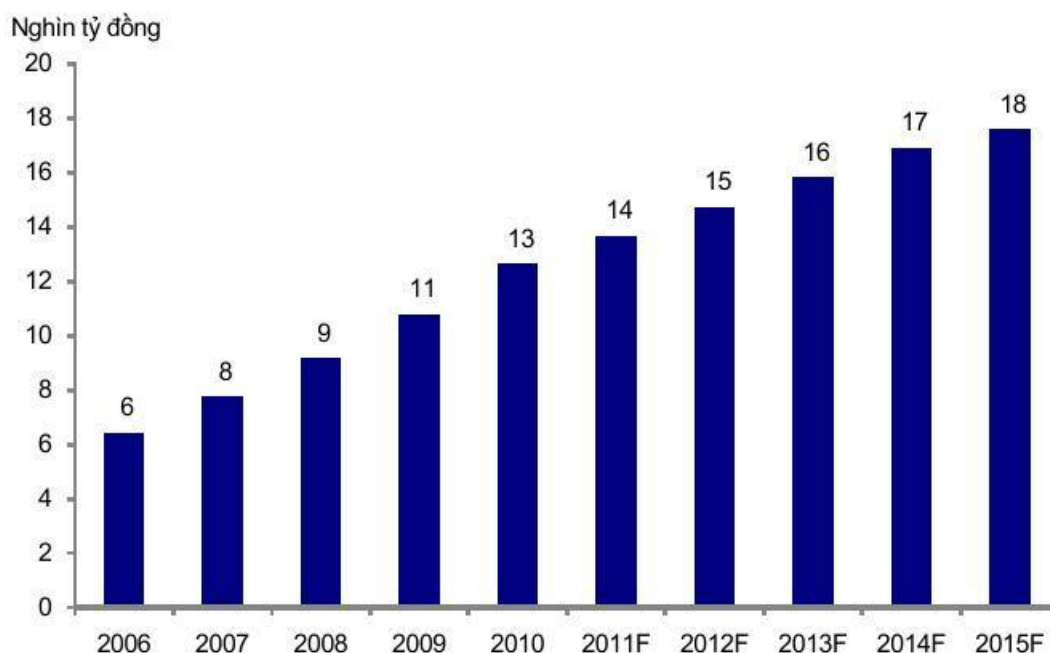
Sữa bột

Đây là phân khúc hấp dẫn nhất với lợi nhuận biên cao và tăng trưởng trong mạnh trong ngắn hạn. Vinamilk chiếm 18,5% thị phần trong năm 2010. Sữa bột đóng góp trung bình 28% tổng doanh thu trong giai đoạn 2008-2011. Vinamilk đặt mục tiêu thị phần 35% cho năm 2011, nhưng chưa đạt được. Tỷ lệ sinh cao trong năm 2012 (năm rồng vàng) sẽ thúc đẩy tốc độ tăng trưởng trong tương lai gần. Tốc độ CAGR trong giai đoạn 2006-2010 là 18,5%. Theo EMI dự báo, tốc độ tăng sản lượng CAGR trong giai đoạn 2011-2016 là 6,5%, tuy nhiên chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng sẽ cao hơn so mức dự báo của EMI do tỷ lệ sinh hiện nay đang tăng vọt.

Cha mẹ muốn các sản phẩm tốt nhất cho trẻ sơ sinh. Quan điểm của người Việt Nam là thương hiệu nước ngoài/nhập khẩu tốt hơn và họ sẵn sàng trả giá cao hơn để mua. Chiến lược giữ giá ở mức cạnh tranh (thấp hơn trung bình 10-30% so với thương hiệu quốc tế) và gia tăng nhận diện thương hiệu trong nước của Vinamilk với chiến dịch "Người Việt

Nam dùng hàng Việt Nam", chúng tôi dự báo Vinamilk sẽ tăng thị phần 1% mỗi năm. Hầu hết thị phần sẽ đến từ sự tăng trưởng ở các dòng sản phẩm từ bình dân đến trung cấp.

Hình 25: Quy mô thị trường sữa bột Việt Nam



Nguồn: EMI

Sữa chua

Thị trường tăng trưởng với tốc độ CAGR trong giai đoạn 2006-2011 là 7%, quy mô thị trường đạt 4.000 tỷ đồng trong năm 2011. Vinamilk chiếm lĩnh thị trường với 71% thị phần (92% thị phần sữa chua ăn). Với các sản phẩm giá trị gia tăng (sản phẩm bổ sung pre/pro-biotic, collagen), thương hiệu tốt, và chiến lược tiếp thị tích cực, doanh thu phân khúc này đạt được tốc độ tăng trưởng trung bình 53% trong giai đoạn 2009-2011.

Chúng tôi cho rằng Vinamilk sẽ tiếp tục chiếm ưu thế tại phân khúc này với chiến lược hiện tại. Chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu sẽ duy trì ở mức 18% trong trung hạn.

Sữa đặc

Dòng sản phẩm đầu tiên của Vinamilk, sữa đặc trước đây đã đóng góp doanh thu và lợi nhuận nhiều nhất cho VNM. Với thời hạn sử dụng dài và dễ sử dụng với nước sôi, trước đây sữa đặc đã được sử dụng rộng rãi như một loại thực phẩm dinh dưỡng và hiện nay được sử dụng làm chất tạo ngọt cho cà phê/nước trái cây trên thị trường nội địa. Đó là chất xúc tác cho sữa đặc tăng trưởng (tốc độ CAGR trong giai đoạn 2005-2011 là 18%). VNM chiếm 88% thị phần, và chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng sẽ thấp hơn do người tiêu dùng đang chuyển sang sử dụng sữa tươi. Tỷ lệ đóng góp của sữa đặc vào doanh thu giảm từ 28% trong năm 2004 xuống còn 18% trong năm 2011, và chúng tôi dự báo xu hướng giảm sẽ tiếp tục.

Nước giải khát

Nước ép trái cây và sữa đậu nành là tiền đề cho phân khúc này. Hiện nay, doanh thu và lợi nhuận của phân khúc này ít quan trọng hơn các phân khúc khác; chỉ đóng góp 1,6% doanh thu năm 2011. Với thị phần 22% trong ngành nước giải khát, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ hơn trong những năm tới. Tuy nhiên do tình hình cạnh tranh, lợi nhuận biên thấp và quy mô thị trường nhỏ (Quy mô thị trường là 950 tỷ trong năm 2011). Chúng tôi thận trọng giả định tốc độ tăng trưởng sản lượng là 12% cho 5 năm tiếp theo.

Triển vọng cổ tức

Trước đây, VNM duy trì tỷ lệ trả cổ tức từ 30-40%. Với dòng tiền tốt từ hoạt động kinh doanh, chúng tôi cho rằng VNM có thể duy trì tỷ lệ cổ tức trên mỗi cổ phiếu là 3.000 đồng hoặc thậm chí tăng lên trong tương lai.

Bảng 26: Dự báo cổ tức

Đơn vị: đồng	2008	2009	2010	2011	Dự báo 2012	Dự báo 2013	Dự báo 2014	Dự báo 2015
EPS (cơ bản)	1.585	3.010	4.564	5.288	6.236	7.249	8.882	10.641
Cổ tức	650	993	1.780	1.692	1.995	3.000	3.000	3.000
Tỷ lệ trả cổ tức	41%	33%	39%	32%	32%	41%	34%	28%

Nguồn: Dự báo của VCSC

Với giá hiện tại, tỷ lệ cổ tức là 3,5%, nhưng với dòng tiền từ hoạt động kinh doanh tốt, Vinamilk có thể tăng cổ tức trong tương lai.

Kế hoạch đầu tư

Chi phí đầu tư trong năm 2012 dự kiến là 4.500 tỷ đồng, trong đó 65% chi phí này nhằm nâng công suất sản xuất, đặc biệt là sữa tươi, sữa chua và sữa bột. Trong tháng 08/2012, nhà máy Đà Nẵng đã được đưa vào hoạt động, tổng công suất được tăng thêm 77.000 tấn sữa tươi và 26.000 tấn sữa chua. Chúng tôi dự báo tất cả các nhà máy đang xây dựng sẽ đi vào vận hành trong năm 2013, nâng tổng công suất lên 1,6 triệu tấn.

Bảng 27: Kế hoạch CAPEX của Vinamilk

CAPEX	Tổng chi phí	Giải ngân 2011	Giải ngân 2012	Giải ngân 2013-2016	Hoàn thành	Công suất (tấn)	Mô tả
	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)			
Nhà máy Sữa Việt Nam	2.349	415	1.651	283	2013	444.000-800.000	Sữa tươi
Nhà máy Dielac 2	1.906	569	958	379	2013	54.000	Sữa bột, Bột dinh dưỡng
Nhà máy Sữa Đà Nẵng	421	204	176	41	2012	104.000	Sữa tươi, Sữa chua
Nhà máy Sữa Lam Sơn	253	47	181	25	2013	83.900	Sữa tươi, Sữa chua
CT TNHH 1 thành viên Bò sữa Việt Nam	2.006	36	646	1.324	2016	-	Gần 28.000 con bò sữa
Nâng cấp chuỗi cung ứng	2.642	1.225	689	728	2016	-	Logistics, xe Nhà kho, văn phòng
Chi nhánh, nhà kho	598	75	233	290	2016	-	
Tổng cộng	10.175	2.571	4.534	3.070			

Nguồn: Vinamilk, VCSC

Chi phí đầu tư trong giai đoạn 2013-2016 là 3.000 tỷ đồng, nghĩa là VNM sẽ chi 871 tỷ đồng/năm trong 5 năm tới. Hầu hết vốn sẽ được sử dụng để đầu tư theo chiều sâu, trong đó nâng cao khả năng tự cung cấp nguyên liệu.

Vinamilk tập trung vào việc cải thiện hiệu quả và giảm thiểu rủi ro trong dài hạn. CT TNHH 1 thành viên Bò sữa Việt Nam sẽ giúp Vinamilk chủ động đáp ứng yêu cầu về sữa tươi. Việc đầu tư vào một công ty sản xuất sữa bột ở New Zealand (VNM đã mua 19,3% cổ phần công ty Miraka) sẽ giúp ổn định nguyên liệu nhập khẩu và nâng cao thương hiệu sữa bột (Tâm lý chuộng thương hiệu nước ngoài của người Việt). Nếu Vinamilk có thể hoàn thành kế hoạch sở hữu 28.000 con bò sữa (hiện nay Vinamilk có 9.500 con) vào năm 2016, công ty có thể sản xuất lên đến 80.000 tấn sữa tươi và giúp Vinamilk tự đáp ứng hiệu quả 25% nhu cầu sữa tươi.

Đầu tư về chuỗi cung ứng và nhà kho cũng giúp hệ thống phân phối của Vinamilk, củng cố lợi thế, cải thiện dòng thông tin và sản phẩm từ Vinamilk đến các điểm bán hàng. Nhằm duy trì vị trí dẫn đầu và quản lý hệ thống phân phối ngày càng rộng, Vinamilk nhận thức được tầm quan trọng và tiếp tục đầu tư vào khía cạnh này.

Định giá

Chúng tôi kết hợp sử dụng kết hợp các phương pháp P/E, P/B và chiết khấu dòng tiền (DCF) để xác định giá mục tiêu. Với dòng tiền ổn định và CAPEX minh bạch, chúng tôi chủ yếu sử dụng phương pháp DCF. Chúng tôi áp dụng tỷ lệ tương ứng là 15%, 15% và 70% cho ba phương pháp trên. Giá mục tiêu 12 tháng của chúng tôi là 106.000 đồng/cổ phiếu.

Phương pháp DCF

Chúng tôi định giá hợp lý cho cổ phiếu VNM cho năm 2012 theo phương pháp DCF là 102.970 đồng/cổ phiếu với giả định chi phí vốn bình quân năm 2012 là 15,5%. Chúng tôi áp dụng tỷ lệ tăng trưởng 3% và thuế suất 25%. Giá ước tính đến năm 2014 tăng đến 116.298 đồng, tương ứng tỷ lệ tăng 37,6% trong thời gian hai năm.

Bảng 28: Giá định DCF

Giá định DCF	2012	2013	2014
Tỷ lệ LN phi rủi ro	10%	10%	9,8%
Phần bù rủi ro	8%	8%	7,8%
Chi phí chủ sở hữu	20%	18%	16,0%
Chi phí nợ	20%	18%	16%
Chiết khấu dòng tiền	82.142	84.763	97.013
DCF/cổ phiếu	102.970	101.613	116.298

Nguồn: Dự báo của VCSC

P/E và P/B

Tại mức giá hiện tại là 84.500 đồng, VNM đang giao dịch tại mức PER là 16 lần và mức P/B là 5,4 lần. Mức PER và PBR dự phóng năm 2012 tương ứng là 14 lần và 4,4 lần. Theo đó chúng tôi sử dụng mức PER và PBR mục tiêu cho Vinamilk là 16 lần và 4,5 lần.

Bảng 29: Giá mục tiêu

Chỉ số	Chỉ số mục tiêu (lần)	2012E	2013E	2014E
EPS - Điều chỉnh	P/E tại 16 lần	99.769	115.991	142.118
Giá trị sổ sách	P/B tại 4,5 lần	86.369	120.492	142.462
Giá mục tiêu theo DCF		102.970	101.613	116.298
Giá mục tiêu		100.000	106.000	124.000
Tỷ lệ tăng		18%	25%	47%

Nguồn: Dự báo của VCSC

Kể từ khi niêm yết vào năm 2006, VNM giao dịch trong khoảng PER 8-30 lần. Xét về PBR, mức thấp nhất là 2,9 lần và cao nhất là 8,8 lần. Chúng tôi cho rằng VNM giao dịch tại mức PER 16 lần và PBR 4,5 lần là hợp lý, đó là mức trung bình dài hạn. Giá mục tiêu hợp lý với nhận định về tiềm năng tăng trưởng của VNM.

Bảng 30: Tăng trưởng EPS

Tăng trưởng EPS lũy kế	2014E/2011	2015E/2012	2015E/2013	Trung bình
EPS báo cáo	(1,4%)	4,4%	21,7%	8,2%
EPS - Điều chỉnh	19%	20%	22%	20%

Nguồn: Dự báo của VCSC

So sánh các công ty cùng ngành

Do quy mô và sự khác biệt của VNM, chúng tôi chọn các công ty cùng ngành trong lĩnh vực thực phẩm & nước giải khát trong khu vực Châu Á Thái Bình Dương để so sánh. Vinamilk hiện đang giao dịch ở mức PER là 13,8 lần, thấp hơn so với mức trung bình 17,2 của các công ty cùng ngành nhưng mức P/B cao hơn so với mức trung bình 2,8 lần. Tuy nhiên ROE 40,8%, ROA 33,2% và tỷ lệ cổ tức 3,1% hiện nay của Vinamilk cao gần gấp đôi mức trung bình của các công ty cùng ngành. Tiềm năng tăng trưởng mạnh, lợi nhuận biên cao giúp cho cổ phiếu VNM hấp dẫn hơn các công ty cùng ngành.

Bảng 31: So sánh các công ty cùng ngành

STT	Tên công ty	Vốn hóa thị trường (triệu USD)	Cổ tức (%)	P/E	P/B	ROE (%)	ROA (%)
1	UNI-PRESIDENT	8.411	1,8	21,2	3,2	15,4	3,5
2	CHAROEN POK FOOD	8.323	3,6	11,0	2,6	26,2	9,6
3	THAI BEVERAGE	8.214	3,6	15,9	3,9	26,3	10,8
4	LUZHOU LAOJIAO-A	7.455	4,2	12,0	5,6	53,1	34,1
5	KUALA LUMPUR KEP	7.240	3,1	19,9	3,1	17,1	10,8
6	CHAROEN POK INDO	5.445	1,3	18,3	6,7	42,3	29,5
7	SHANXI XINGHUA-A	5.147	0,7	24,3	9,2	44,7	27,0
8	INNER MONG YIL-A	5.131	1,2	18,1	4,6	27,8	8,9
9	INDOFOOD SUKSES	5.103	3,1	14,9	2,4	16,9	6,0
10	CHINA MENGNIU DA	4.997	1,1	21,5	2,6	12,9	7,2
11	PPB GROUP BERHAD	4.646	1,7	19,0	1,0	5,3	4,9
12	NISSIN FOODS HOL	4.585	2,4	24,8	1,2	5,0	3,5
13	INDOFOOD CBP SUK	4.417	2,3	20,4	3,9	20,4	13,5
14	UNIVERSAL ROBINA	4.198	1,9	20,3	3,4	12,7	7,8
15	YANTAI CHANGYU-B	4.188	3,6	12,0	4,0	37,1	25,9
16	CJ CHEIL	3.967	0,5	15,1	1,5	11,1	3,5
17	VIET NAM DAIRY P	3.438	3,1	13,8	5,1	40,8	33,2
18	NIPPON MEAT PACK	3.313	1,4	23,6	0,9	3,8	1,8
19	NISSHIN SEIFUN	3.211	1,9	19,2	0,9	4,7	3,3
20	ASTRA AGRO LEST	3.089	4,9	13,4	3,6	27,9	19,6
21	OLAM INTERNATIONAL	3.049	2,6	10,2	1,1	11,7	2,8
22	TOYO SUISAN KAI	2.998	1,8	13,1	1,3	10,0	7,1
23	KIKKOMAN CORP	2.979	1,3	25,0	1,5	6,0	3,1
24	CHINA AGRI-INDUS	2.852	1,5	14,1	0,8	5,9	1,7
25	FIRST RESOURCES	2.656	1,8	10,5	2,5	25,7	15,1
26	THAI UNION FROZE	2.626	2,4	13,1	2,2	18,8	6,5
27	YAMAZAKI BAKING	2.581	1,7	17,4	0,9	5,2	1,9
28	BEIJING DABEIN-A	2.446	0,8	23,8	3,9	17,5	12,9
29	KEWPIE	2.262	1,6	14,3	1,1	7,8	4,4
30	FRASER & NEAVE	2.191	3,6	24,2	4,3	17,6	10,8
31	GRAINCORP LTD-A	2.111	3,9	11,6	1,6	14,1	7,5
32	GENTING PLANTATI	2.089	1,2	18,0	1,9	11,2	8,7
33	BEIJING YAN-A	2.050	2,1	15,1	1,3	9,0	4,8
34	ANHUI GUJINGD-B	2.028	1,4	10,8	2,5	26,1	17,4
35	SMART TBK	2.027	2,9	10,4	2,3	24,4	12,5
36	CP POKPHAND CO L	2.017	4,1	13,6	2,5	26,5	13,2
37	KAGOME	2.007	1,1	23,8	1,7	7,5	4,1
38	HITE JINRO CO	1.929	4,3	21,1	1,4	6,8	2,8
39	LOTTE CONFECTION	1.918	0,3	21,1	0,8	3,8	2,5
40	BIOSTIME INTERNA	1.896	2,0	19,4	6,1	32,9	25,6
	Trung bình	3.733	2,2	17,4	2,8	18,5	10,7

Nguồn: Bloomberg

Kết quả hoạt động theo quý

Lãi & lỗ theo quý

tỷ đồng

2012	Quý 1/2012	Quý 2/2012	Quý 3/2012	Quý 4/2012	Cả năm
Doanh thu	5.876	7.011	6.6199	6.935	26.441
Lợi nhuận gộp	1.800	2.422	2.342	2.024	8.587
LN biên gộp (%)	31%	35%	35%	29%	32%
LN hoạt động	1.268	1.662	1.600	1.289	5.818
LN biên hoạt động (%)	22%	24%	24%	19%	22%
LN ròng	1.270	1.506	1.395	1.030	5.202
LN biên ròng (%)	22%	21%	21%	15%	20%
2011	Quý 1/2011	Quý 2/2011	Quý 3/2011	Quý 4/2011	Cả năm
Doanh thu	4.535	5.420	5.697	5.975	21.627
Lợi nhuận gộp	1.509	1.702	1.673	1.704	6.588
LN biên gộp (%)	33%	31%	29%	29%	30%
LN hoạt động	1.078	1.169	1.049	1.021	4.317
LN biên hoạt động (%)	24%	22%	18%	17%	20%
LN ròng	1.006	1.107	1.062	1.042	4.218
LN biên ròng (%)	22%	20%	19%	17%	20%
So sánh 2012 & 2011	Cùng kỳ Quý 1 %	Cùng kỳ Quý 2 %	Cùng kỳ Quý 3 %	Cùng kỳ Quý 4 %	Cả năm %
Doanh thu	30%	29%	16%	16%	22%
Lợi nhuận gộp	19%	42%	40%	19%	30%
LN hoạt động	18%	42%	53%	26%	35%
LN ròng	26%	36%	31%	-1%	23%

Nguồn: Báo cáo tài chính của Vinamilk



Báo cáo tài chính

Đơn vị: tỷ đồng

KQLN	FY11	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E	CĐKT	FY11	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
Doanh thu thuần	21.627	26.441	32.101	39.166	47.433	Tài sản					
- Giá vốn hàng bán	-15.039	-17.854	-22.132	-26.819	-32.220	+ Tiền và tương đương	3.157	2.073	7.707	11.042	15.765
Lợi nhuận gộp	6.588	8.587	9.968	12.347	15.213	+ Đầu tư TC ngắn hạn	736	996	1.162	1.325	1.485
- Chi phí bán hàng	-1.812	-2.283	-2.578	-3.071	-3.588	+ Các khoản phải thu	1.141	1.521	1.847	2.253	2.729
- Chi phí quản lý DN	-459	-485	-520	-558	-601	+ Hàng tồn kho	3.272	4.011	5.033	6.172	7.503
Lợi nhuận thuần HKKD	4.317	5.818	6.870	8.718	11.025	+ Tài sản ngắn hạn khác	1.161	1.278	1.278	1.278	1.278
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	28	28	28	28	28	Tổng tài sản ngắn hạn	9.468	9.878	17.026	22.070	28.760
- Lợi nhuận khác	650	392	450	555	603	+ Tài sản dài hạn	6.943	11.298	12.109	12.920	13.731
Lợi nhuận khác	4.994	6.238	7.348	9.301	11.656	+ Khấu hao lũy kế	-1.808	-2.281	-3.111	-3.947	-4.790
- Chi phí lãi vay	-15	0	0	0	0	+ Tài sản dài hạn	5.135	9.016	8.997	8.972	8.941
Lợi nhuận trước thuế	4.979	6.238	7.348	9.301	11.656	+ ĐT tài chính dài hạn	663	487	506	524	542
- Thuế TNDN	-761	-1.037	-1.301	-1.891	-2.779	+ Tài sản dài hạn khác	316	107	107	107	107
LNST	4.218	5.202	6.047	7.409	8.877	Tổng tài sản dài hạn	6.115	9.611	9.610	9.603	9.590
- Lợi ích c/dồng thiếu số	0	0	0	0	0	Tổng Tài sản	15.583	19.490	26.636	31.673	38.349
LNST của c/dồng CT Mẹ	4.218	5.202	6.047	7.409	8.877	Nợ & Vốn chủ sở hữu					
EPS (đ)	9.279	9.353	8.699	8.882	10.641	+ Phải trả ngắn hạn	1.831	1.957	2.486	3.086	3.796
EBITDA	5.393	6.711	8.178	10.137	12.498	+ Vay và nợ ngắn hạn	0	0	0	0	0
Khấu hao	-399	-473	-830	-836	-842	+ P/trả ngắn hạn khác	1.116	1.364	1.656	2.020	2.447
Tăng trưởng doanh thu	37,3	22,3	21,4	22,0	21,1	Nợ ngắn hạn	2.947	3.320	4.142	5.106	6.242
Tăng trưởng LN HKKD	29,0	34,8	18,1	26,9	26,5	+ Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Tăng trưởng EBIT	17,3	24,9	17,8	26,6	25,3	+ Phải trả dài hạn	159	159	159	159	159
Tăng trưởng EPS	-9,6	0,8	-7,0	2,1	19,8	Nợ dài hạn	159	159	159	159	159
Chỉ số k/năng sinh lợi						Tổng nợ					
Lợi nhuận biên gộp	30,5	32,5	31,1	31,5	32,1	+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
Tỷ suất LNST	19,5	19,7	18,8	18,9	18,7	+ Thặng dư	1.277	1.277	1.277	1.277	1.277
ROE DuPont	41,3	36,5	31,5	30,4	30,4	+ Vốn điều lệ	5.561	5.561	8.342	8.342	8.342
ROA DuPont	32,0	29,7	26,2	25,4	25,4	+ LN chưa phân phối	5.639	9.172	12.717	16.790	22.330
Tỷ suất EBIT	23,1	23,6	22,9	23,7	24,6	+ Lợi ích c/dồng thiếu số	0	0	0	0	0
LNST / LNST	84,7	83,4	82,3	79,7	76,2	Vốn chủ sở hữu	12.477	16.010	22.336	26.408	31.948
LNST / EBIT	99,7	100,0	100,0	100,0	100,0	Tổng cộng nguồn vốn	15.583	19.490	26.637	31.674	38.350
Vòng quay tổng tài sản	1,6	1,5	1,4	1,3	1,4	Lưu chuyển tiền tệ					
Đòn bẩy tài chính	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	Tiền đầu năm	613	3.157	2.073	7.707	11.042
ROIC	40,2	36,5	31,5	30,4	30,4	Lợi nhuận sau thuế	4.218	5.202	6.047	7.409	8.877
Chỉ số h/quả vận hành						+ Khấu hao lũy kế	411	473	830	836	842
Số ngày phải thu	68,2	74,5	74,6	76,2	77,5	+ Điều chỉnh	-293	0	0	0	0
Số ngày tồn kho	14,6	18,4	19,1	19,1	19,2	+ Thay đổi vốn lưu động	-1.452	-861	-526	-581	-671
Số ngày phải trả	35,4	38,7	36,6	37,9	39,0	Tiền từ hoạt động KD	2.884	4.813	6.351	7.664	9.048
T/gian luân chuyển tiền	47,4	54,1	57,1	57,4	57,7	+ Thanh lý tài TSCĐ	47	0	0	0	0
COGS / Hàng tồn kho	5,3	4,9	4,9	4,8	4,7	+ Chi mua sắm TSCĐ	-1.767	-4.354	-811	-811	-811
Chỉ số TK/đòn bẩy TC						+ Tăng (giảm) đầu tư	0	0	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	3,21	2,97	4,11	4,32	4,61	+ Hoạt động ĐT khác	1.254	125	-184	-181	-178
CS thanh toán nhanh	2,10	1,77	2,90	3,11	3,41	Tiền từ hoạt động đầu tư	-467	-4.229	-995	-992	-989
CS thanh toán tiền mặt	1,07	0,62	1,86	2,16	2,53	+ Cổ tức đã trả	-741	-1.668	-2.503	-3.337	-3.337
Nợ / Tài sản	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	+ Tăng (giảm) vốn	1.455	0	0	0	0
Nợ / Vốn sử dụng	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-568	0	0	0	0
Nợ / Vốn CSH	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	+ Thay đổi nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	+ Hoạt động TC khác	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	Tiền từ hoạt động TC	126	-1.668	278	-3.337	-3.337
Khả năng TT lãi vay	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	Tổng lưu chuyển tiền tệ	2.543	-1.084	5.634	3.336	4.723
						Tiền cuối năm	3.157	2.073	7.707	11.042	15.765

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thế Anh, 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
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NÀM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	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.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	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 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 hiện tại 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. Để 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.

Liên hệ

Trụ sở chính

Tháp Tài Chính Bitexco, Lầu 15
2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+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

Giám Đốc

Robert Zielinski, ext 145
robert.zielinski@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Trưởng phòng cao cấp, Vũ Thanh Tú, ext 105

Trưởng phòng, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

CV cao cấp, Nguyễn Thế Anh, ext 194

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

CV vĩ mô, Nguyễn Duy Phong, ext 120

CV PTKT, Nguyễn Thế Minh, ext 142

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

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@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

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
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.

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
19/12/2012	MUA	84.500	106.000