

OVERWEIGHT

Giá mục tiêu VND 160,000

Giá hiện tại VND 136,000

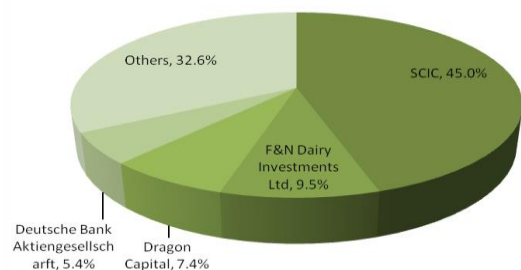
Pham Nhat Bich
(+84-8) 5413-5478
bichpham@phs.vn

Sơ lược công ty

Mã CP	VNM
Vốn điều lệ (tỉ đồng)	8,339
CP đang lưu hành (triệu)	833.9
Vốn hóa (tỉ đồng)	75,631
Biên độ 52 tuần (đồng)	139,000 –82,500
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	6.0%
Aktiengesellschaft	



Biên độ giá

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



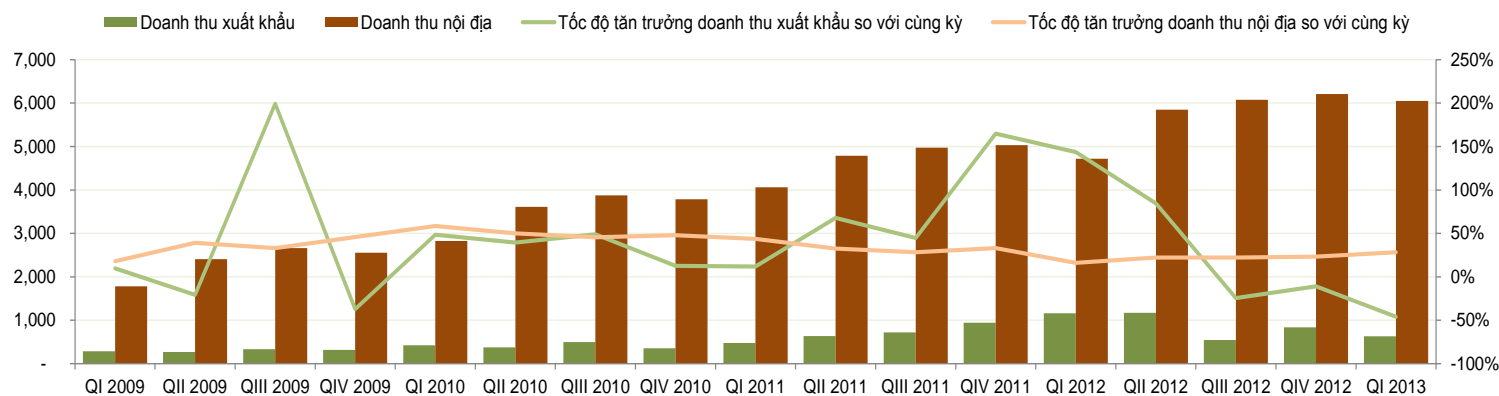
Biên LN gộp kì vọng giữ ở mức cao; tiềm năng tăng trưởng mạnh duy trì

- Kết quả Q1/2013 được nhấn mạnh với biên LN cao hơn nhưng hoạt động xuất khẩu lại kém:** Mức tăng doanh thu Q1/2013 của VNM thấp hơn dự đoán của chúng tôi, đặc biệt là lĩnh vực xuất khẩu. Tổng doanh thu Q1/2013 Công ty đạt 6,676 tỉ đồng tăng +14% so với cùng kỳ và -11% so với quý trước, trong đó, doanh thu nội địa tăng 28% so với cùng kỳ lên 6,048 tỉ đồng nhờ giá bán sản phẩm sữa tăng khoảng 7%. Tuy nhiên, mức tăng doanh thu lĩnh vực xuất khẩu thấp hơn so với dự báo của chúng tôi với mức giảm 46% so với cùng kỳ và 25% so với quý trước, theo đánh giá của công ty nguyên nhân chính là do sự thiếu hụt công suất tạm thời nên khả năng đáp ứng nhu cầu thị trường xuất khẩu với sản phẩm sữa bột bị sút giảm. Mặt khác, VNM vẫn tin vào sức hồi phục đối với doanh thu xuất khẩu ở Q2 hay 6 tháng cuối năm 2013. Lý do để hỗ trợ cho sự tăng trưởng công ty đến từ hoạt động của nhà máy mới "Nhà máy sữa Dielac II", *nâng tổng công suất lên 4 lần và đã đi vào hoạt động tháng 4/2013*. Mặc dù doanh thu không đạt kì vọng nhưng VNM vẫn ghi nhận mức lợi nhuận gộp cao do nỗ lực kiểm soát giá sữa nguyên liệu để nâng biên lợi nhuận gộp từ 30.6% lên 37% (Biểu 2). Mức biên lợi nhuận gộp khả quan đã giúp VNM ghi nhận mức LNTT là 1,868 tỉ đồng (+21% so với cùng kỳ) và LNST là 1,530 tỉ đồng (+20% so với cùng kỳ).
- Tình hình năm FY2013:** Chúng tôi đã đánh giá lại các dự báo 6 tháng cuối năm và cả năm 2013 của VNM sau khi xem xét kết quả Q1, các điều kiện kinh doanh và chúng tôi đã điều chỉnh các giả định của mình. Chúng tôi dự báo tổng doanh thu sẽ tăng đối với cả thị trường nội địa và xuất khẩu và biên LN gộp sẽ giữ ở mức cao. Các giả định của chúng tôi tập trung vào (i) nhu cầu sữa tăng theo mùa trong sáu tháng cuối năm; (ii) sản lượng được nâng cao từ các nhà máy mới và (iii) biến động giá sữa bột thô nhập khẩu, chiếm khoảng 45-50% giá vốn hàng bán, sẽ tác động tốt lên mức lợi nhuận gộp của công ty. Theo trang mạng Global Dairy Trade, hợp đồng ngắn hạn cho sản phẩm sữa của New Zealand giảm xuống USD 5,250, giảm 7.1% về giá và đây cũng là mức giá thấp nhất từ ngày 5 tháng 3 do dự báo về sản lượng sữa của New Zealand sẽ tăng trong nửa cuối năm. Do đó, biên LN gộp năm FY2013 kì vọng vẫn sẽ duy trì ở mức cao khoảng 34%, dẫn đến mức LN ròng FY2013 đạt khoảng 6,500 tỉ đồng, tương ứng với EPS đạt 7,749 đồng.
- Sơ lược ngành:** Chúng tôi tin rằng mức tăng trưởng ngành sữa Việt Nam là rất khả quan do tổng lượng sữa tiêu thụ trên đầu người năm FY13 chỉ khoảng 22kg/đầu người/năm, thấp hơn nhiều so với mức trung bình thế giới là 60kg. Mặt khác, thị trường sữa Việt Nam phụ thuộc nhiều vào nhập khẩu, chiếm khoảng 70% thị phần. Điều này dẫn đến khả năng tiêu thụ và nhu cầu sữa ở Việt Nam sẽ tăng. Công ty đầu ngành như VNM, với sự thương hiệu lâu năm và lợi thế từ kiểm soát tốt chi phí, sẽ có cơ hội phát triển để nâng thị phần nhiều hơn và tiếp tục tốc độ tăng trưởng trong tương lai
- Vấn tăng trưởng:** Do kì vọng biên lợi nhuận vẫn ở mức cao nên chúng tôi vẫn giữ dự báo lạc quan cho VNM. Chúng tôi giữ hạng Overweight cho VNM và cập nhật mức giá mục tiêu lên 160,000 đồng.

(tỉ đồng)	2010	2011	2012	1Q2013	Mục tiêu	2013E
Doanh thu thuần	15,753	21,627	27,005	6,817	32,500	33,786
% biên gộp	33%	30%	33%	37%		
% biên vận hành	21%	20%	23%	28%		
EBT	4,251	4,979	6,579	1,867		
EAT	3,616	4,218	5,473	1,530	6,230	6,500
% tăng YoY	52%	17%	38%	20%		12%
% tăng QoQ				-34%		
EPS (TTM)	10,251	7,717	6,978			7,794
BVPS	22,678	22,441	18,578			
P/E	13.3	17.9	19.5			
P/B	6.0	6.1	7.3			

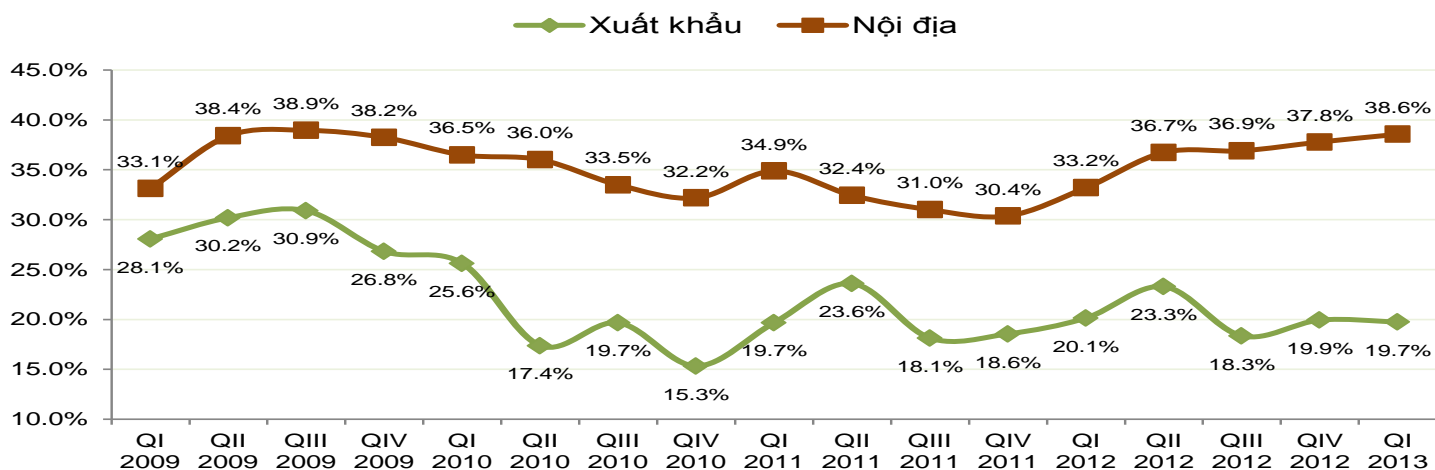
Nguồn: VNM, PHS

Biểu 1 – Mức tăng doanh thu của VNM



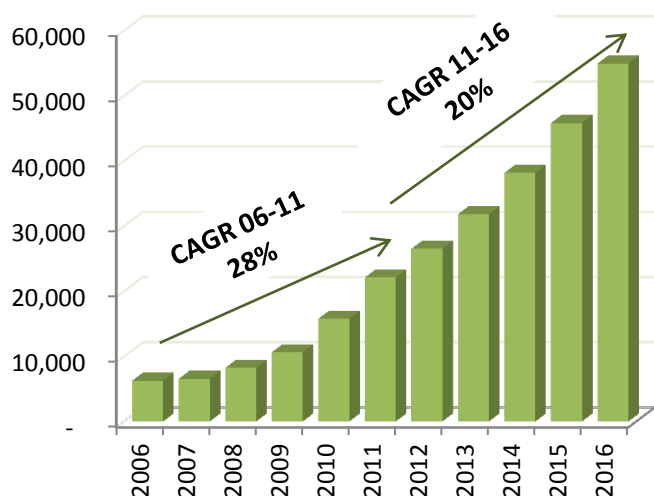
Nguồn: VNM, PHS

Biểu 2 – Biên lợi nhuận gộp của VNM



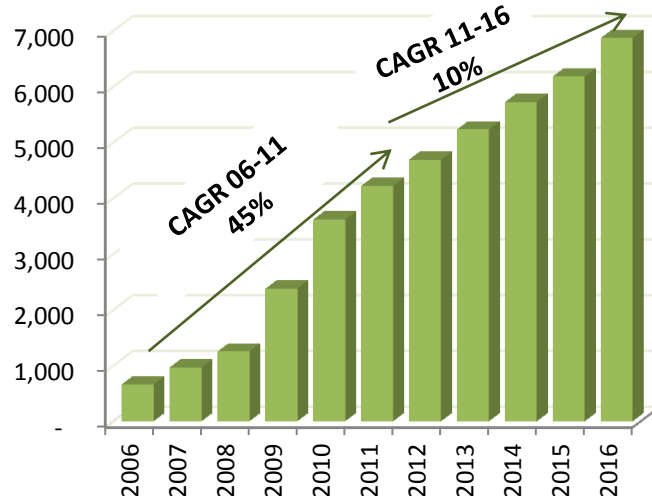
Nguồn: VNM, PHS

Biểu 3 – Kế hoạch doanh thu FY 06-11 của VNM



Nguồn: VNM

Biểu 4 – Kế hoạch LNST FY 06-11 của VNM



Nguồn: VNM

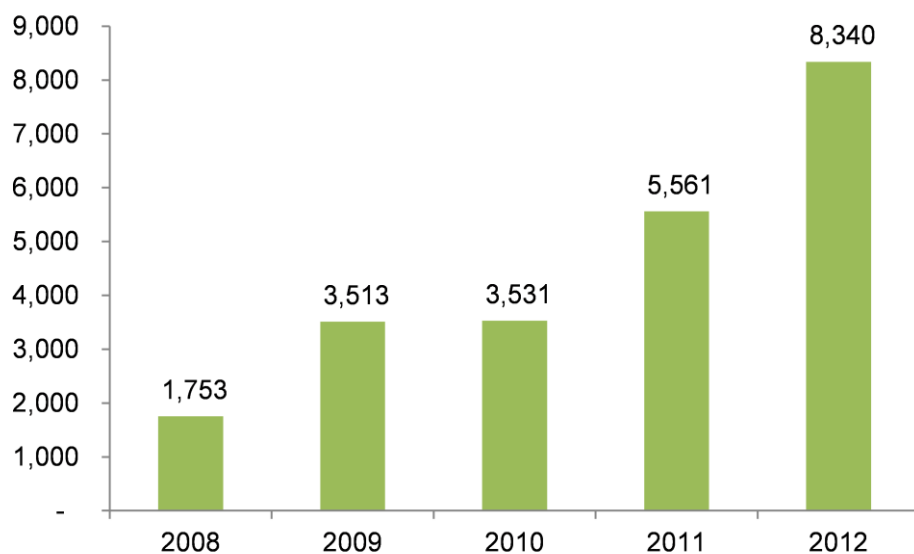
Mô tả công ty

CTCP Sản phẩm Sữa Việt Nam (Vinamilk) là nhà sản xuất thực phẩm đặt tại Việt Nam. Công ty chủ yếu chuyên về sản xuất, bán, và phân phối các sản phẩm sữa, đặc biệt là sữa các dạng và các sản phẩm triết xuất khác, cũng như thực phẩm dinh dưỡng và đồ uống không cồn. Công ty cũng cung cấp các dịch vụ đóng gói và vận tải, các hỗ trợ kỹ thuật trồng trọt chăn nuôi cho nông dân, và vận hành một bệnh viện đa khoa. VNM chiếm 75% thị phần ngành sữa.

Lịch sử công ty

- Năm 2003, chuyển thành công ty cổ phần.
- Ngày 19/01/2006, niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP HCM.

Quá trình tăng vốn (tỉ đồng)



Chỉ số tài chính (tỉ đồng)

Doanh thu	2009	2010	2011	2012	Tỉ lệ tài chính	2009	2010	2011	2012
Doanh thu ròng	10,614	15,753	21,627	27,005	Tỉ lệ tăng trưởng				
Giá vốn hàng bán	6,735	10,579	15,039	17,977	Tỉ lệ tăng doanh thu	29%	48%	37%	23%
Lợi nhuận gộp	3,879	5,174	6,588	9,027	Tỉ lệ tăng lợi nhuận gộp	49%	33%	27%	38%
Chi phí vận hành	1,538	1,826	2,271	3,063	Tỉ lệ tăng lợi nhuận ròng	90%	52%	17%	38%
Lợi nhuận tài chính	255	295	434	402	Tỉ lệ tăng tổng tài sản	42%	27%	45%	26%
Lợi nhuận vận hành	2,595	3,642	4,751	6,366	Tỉ lệ tăng vốn	39%	24%	56%	24%
Lợi nhuận khác	136	609	228	212	Tỉ lệ lợi nhuận				
Lợi nhuận trước thuế	2,731	4,251	4,979	6,579	Biên lợi nhuận gộp	37%	33%	30%	33%
Lợi nhuận sau thuế	2,376	3,616	4,218	5,473	Biên LN trước thuế	26%	27%	23%	26%
Cân đối kế toán	2009	2010	2011	2012	Lợi nhuận ròng biên	22%	23%	20%	21%
Tổng tài sản	8,482	10,773	15,583	19,697	ROE	33%	38%	32%	30%
Tài sản ngắn hạn	5,069	5,920	9,468	11,110	ROA	42%	49%	40%	38%
Tiền và tương đương	426	263	3,157	1,252	Phân tích DuPont				
Đầu tư ngắn hạn	2,314	2,092	736	3,909	Lợi nhuận ròng biên (1)	22%	23%	20%	22%
Khoản phải thu	729	1,125	2,169	2,246	Thu hồi tài sản (2)	1.5	1.6	1.6	1.35
Tồn kho	1,312	2,351	3,272	3,472	Cấp số vốn (3)	1.3	1.3	1.3	1.27
Tài sản dài hạn	3,413	4,853	6,115	8,587	ROE = (1)x(2)x(3)	42%	49%	40%	38%
Tài sản cố định	1,875	2,763	3,750	8,042	Tỉ lệ điều hành				
Vốn	8,482	10,773	15,583	19,697	Số ngày thu	24	21	28	30
Nợ	1,809	2,549	2,759	4,204	Số ngày tồn kho	84	63	68	72
Nợ ngắn hạn	1,539	1,818	2,600	2,247	Số ngày trả	122	99	91	46
Vốn CSH	6,673	8,224	12,824	15,493	Vòng luân chuyển TS	1.5	1.6	1.6	1.6
Vốn điều lệ	3,513	3,531	5,561	8,339	Vòng luân chuyển TS dài hạn	3.4	3.8	3.9	3.8
Thặng dư vốn	-	-	1,277	1,276	Vòng luân chuyển TS cố định	6.3	7.1	7.1	5.2
Quý phát triển đầu tư	1,756	2,172	908	93	Tỉ lệ thanh toán				
Lợi nhuận giữ lại	892	1,909	4,177	5,198	Tỉ lệ hiện tại	3.3	2.5	3.6	2.68
Dòng tiền	2009	2010	2011	2012	Tỉ lệ nhanh	2.4	1.5	2.4	1.84
Dòng tiền vận hành thuần	3,097	2,019	2,411	5,294	Tỉ lệ tiền	1.8	1.0	1.5	1.4
Dòng tiền đầu tư thuần	(2,476)	(993)	6	(4,973)	Cơ cấu vốn				
Dòng tiền tài chính thuần	(533)	(1,188)	126	(2,224)	Tổng nợ/tổng vốn	27%	31%	22%	27%
Dòng tiền thuần	88	(163)	2,543	(1,904)	Tổng nợ/tổng tài sản	21%	24%	18%	21%
Tiền đầu kỳ	339	426	613	3,157	Tổng tài sản/tổng vốn	127%	130%	125%	127%
Tiền cuối kỳ	426	263	3,157	1,252	Chỉ số theo cp				
					PE	20.1	13.3	17.9	19.5
					PBV	7.4	6.0	6.1	7.3
					PS	4.5	3.0	3.5	4.3
					EPS	9,024	10,251	7,717	6,978
					Doanh thu/cp	1,213	750	5,678	7,620
					Giá trị sổ sách	18,380	22,678	22,441	18,578

Nguồn: VNM và PHS

Analyst Certification

Each research analyst(s), strategist(s) or research associate(s) responsible for the preparation and content of all or any identified portion of this research report hereby certifies that, with respect to each issuer or security or any identified portion of the report with respect to each issuer or security that the research analyst, strategist or research associate covers in this research report, all of the views expressed by that research analyst, strategist or research associate in this research report accurately reflect their personal views about those issuer(s) or securities. Each research analyst(s), strategist(s) or research associate(s) also certify that no part of their compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendation(s) or view(s) expressed by that research analyst, strategist or research associate in this research report.

Ratings Definition

Overweight (OW) = Expected to outperform the local market by >10%

Neutral (N) = Expected to in line with the local market by +10%~ -10%

Underweight (UW) = Expected to underperform the local market by >10%.

Performance is defined as 12-month total return (including dividends).

Disclaimer

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. Phu Hung Securities and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. Phu Hung Securities (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business for any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

© **Phu Hung Securities Corporation.**

5th Fl., Lawrence S. Ting Bldg.,
801 Nguyen Van Linh St, Tan Phu Ward, Dist 7, HCMC
Tel: (+84-8) 5413-5479 – Fax: +84 8 54135472
Web: www.phs.vn