



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC KẾT NỐI NHÀ ĐẦU TƯ

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA HÀ NỘI (HNM – HNX)

Khuyến nghị đầu tư: Chúng tôi đưa ra khuyến nghị BÁN với cổ phiếu HNM tại mức giá thị trường hiện tại.

Các chỉ tiêu cơ bản	2011	2012	2013F	2014F
DTT (tỷ đồng)	272.08	223.56	300.00	300.00
+/- yoy (%)	-12.2%	-17.8%	34.2%	34.2%
LNST (tỷ đồng)	1.58	1.22	2.80	2.80
+/- yoy	-107.2%	-22.8%	130.1%	130.1%
TTS (tỷ đồng)	214.00	213.88	213.75	213.75
+/- yoy	-2.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
VCSH (tỷ đồng)	132.24	132.37	110.17	110.17
+/- yoy	0.3%	0.1%	-16.8%	-16.8%
Nợ/TTS	38.2%	38.1%	48.5%	48.5%
TS LN gộp	19.3%	15.5%	0.0%	0.0%
TS LN ròng	0.6%	0.5%	0.9%	0.9%
EPS (đồng)	(1,745)	126	224	224
ROA	0.7%	0.6%	1.3%	1.3%
ROE	1.2%	0.9%	2.5%	2.5%

Điểm nổi bật:

- ❖ Lợi nhuận gộp của HNM âm liên tục trong 3 năm qua. Lợi nhuận 2011 và 2012 của HNM là từ việc thanh lý tài sản cố định. Mặc dù kết quả kinh doanh quý II/2013 của HNM tương đối khả quan, chúng tôi chưa thấy các dấu hiệu phục hồi bền vững đối với công ty.
- ❖ Mặc gì kết quả kinh doanh của HNM không mấy khả quan, tổng lương thưởng của HĐQT và TGDH HNM năm 2012 là 3.6 tỷ đồng, tăng 29.5% so với năm 2011.
- ❖ Thị phần của công ty hiện tại chỉ đạt quy mô dưới 5%, lợi nhuận gộp âm trong các năm qua, quỹ dự trữ tiền mặt thấp có thể gây khó khăn cho công ty trong công cuộc chạy đua marketing giành giật thị phần.
- ❖ Cổ đông nước ngoài của công ty là quỹ Intereffekt Investment Funds N.V, cổ đông lớn của công ty vừa giảm tỷ lệ sở hữu từ 6.13% xuống 3.73%.
- ❖ Việc ông Hà Quang Tuấn và gia đình nắm giữ khoảng 40% cổ phiếu của HNM có thể ảnh hưởng đến lợi ích của cổ đông nhỏ lẻ.
- ❖ Điểm tích cực với HNM là Izzi là nhãn hàng đầu tiên ứng dụng thành công công thức sữa S+. Việc Viện Dinh dưỡng quốc gia là đơn vị chủ quản nghiên cứu đưa ra công thức này. Tuy nhiên, tác động của việc ứng dụng này đối với thị trường cần theo dõi thêm một thời gian.

KHOI PHÂN TÍCH & ĐẦU TƯ CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC

Chuyên viên phân tích:

Vu Thị Thu Trang
trangvtt@apec.com.vn

Hà Nội, ngày 16/09/2013

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC

Trụ sở: Toà nhà APEC Building,
Số 14 Lê Đại Hành, Hai Bà Trưng,
Hà Nội
Điện thoại: 04.35730200 Ext: 692
Fax: 04.35771966

TỔNG QUAN

Thông tin cơ bản	
Giá ngày 16/09/2013 (nghìn đồng)	6.70
EPS trailing (nghìn đồng)	0.35
P/E	18.93
Giá trị sổ sách /cp (nghìn đồng)	10.63
Hệ số beta	1.19
KLGD khớp lệnh trung bình 10 phiên	164,254
KLCP đang lưu hành	12,500,000
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	83.75

Công ty Cổ phần Sữa Hà Nội được thành lập ngày 02/11/2001 theo Giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh số 0103000592 do Sở Kế hoạch và Đầu tư Hà Nội cấp ngày 02/11/2001. Ngày 08/03/2002, Công ty Cổ phần Sữa Hà Nội khởi công xây dựng Nhà máy chế biến sữa Hà Nội tại địa bàn xã Quang Minh, huyện Mê Linh, tỉnh Vĩnh Phúc dưới hình thức chi nhánh của Công ty. Nhà máy có công suất trên 40 triệu lít sữa/năm, là một nhà máy có quy mô lớn ở Việt Nam tại thời điểm đó với tổng mức đầu tư trên 100 tỷ đồng.

Ngày 04/04/2012, Công ty Cổ phần Sữa Hà Nội đã chính thức ký kết hợp đồng mua thiết bị chế biến sữa đồng bộ và hiện đại của Tập đoàn Tetra Pak - Thụy Điển. Sau hơn một năm xây dựng, lắp đặt thiết bị và chạy thử nghiệm, nhà máy đã hoàn thành và chính thức đi vào hoạt động. Tháng 10/2004, Nhà máy chế biến sữa Hà Nội đạt mức sản lượng 100 triệu sản phẩm.

HNM niêm yết và giao dịch trên HNX từ ngày 27/12/2006. Hiện tại trong cơ cấu cổ đông của HNM, Công ty Cổ phần Hoàng Mai Xanh và Công ty THNN Phát triển Sản phẩm mới Công nghệ mới đều nắm giữ 10%, ông Hà Quang Tuấn nắm giữ 5%. Trong buổi đại hội cổ đông đầu năm nay, ông Hà Quang Tuấn cho biết trên thực tế ông Tuấn và gia đình nắm giữ 40% vốn điều lệ. Ngoài ra quỹ Intereffekt Investment Funds N.V, cổ đông lớn của công ty vừa giảm tỷ lệ sở hữu từ 6.13% xuống 3.73%.

TÌNH HÌNH SẢN XUẤT KINH DOANH

Ngành nghề lĩnh vực hoạt động

HNM hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực sản xuất và buôn bán sữa bò, sữa đậu nành và các sản phẩm từ sữa. Các sản phẩm sữa của công ty mang nhãn hiệu IZZI, YOTUTI, Sữa tươi HANOIMILK 100% đã dần chiếm lĩnh được thị trường và tạo được niềm tin của người tiêu dùng.

Tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận, nguồn vốn

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2008	2009	2010	2011	2012	TTM Q2
Doanh thu thuần	349.84	274.96	309.87	272.08	223.56	260.37
+/- yoy (%)		-21.4%	12.7%	-12.2%	-17.8%	16.5%
Lợi nhuận sau thuế	(37.28)	12.86	(21.81)	1.58	1.22	4.44
+/- yoy (%)		-134.5%	-269.6%	-107.2%	-22.8%	265.3%
Tổng tài sản	214.54	213.20	218.71	214.00	213.88	229.95
+/- yoy (%)		-0.6%	2.6%	-2.2%	-0.1%	7.5%
Vốn chủ sở hữu	130.09	155.50	131.84	132.24	132.37	132.86
+/- yoy (%)		19.5%	-15.2%	0.3%	0.1%	0.4%

Có thể thấy doanh thu và lợi nhuận của HNM không ổn định trong các năm qua. Trong giai đoạn từ 2008 – 2012, chỉ duy nhất năm 2010 là HNM đạt sự tăng trưởng về doanh thu. Tuy vậy, đây lại là năm lợi nhuận sau thuế của công ty sụt giảm mạnh. Chi phí bán hàng đạt 54.7 tỷ đồng và chi phí quản lý doanh nghiệp đạt 12.7 tỷ đồng, vượt lợi nhuận gộp 52.0 tỷ đồng là nguyên nhân chính khiến công ty bị lỗ trong năm này.

Kết quả kinh doanh của công ty tương đối ổn định trong 2 năm 2011 và 2012 nhưng lợi nhuận khá khiêm tốn, chỉ đạt lần lượt 1.58 tỷ đồng và 1.22 tỷ đồng trong 2 năm này. Theo giải trình của công ty trong Báo cáo thường niên 2012, kết quả doanh thu bán hàng và lợi nhuận chưa đạt kế hoạch năm đã được Đại hội đồng cổ đông thông qua, bởi các lý do (1) Nền kinh tế khó khăn, mức chi tiêu của người tiêu dùng nói chung có xu hướng giảm trong bối cảnh nền kinh tế suy thoái, cạnh tranh ngày càng khốc liệt của các doanh nghiệp ngành sữa. (2) Ngân sách còn hạn chế, nên việc đầu tư cho các chương trình Marketing cho thương hiệu IZZI truyền thống chưa được quan tâm đúng mức cũng góp phần làm giảm doanh thu.

Điểm đáng lưu ý là lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh của HNM âm liên tục trong 3 năm 2010 – 2012. Công ty lãi trong 2 năm 2011 và 2012 chủ yếu từ khoản mục lợi nhuận khác do công ty thanh lý tài sản cố định.

Kết quả kinh doanh của công ty có sự khởi sắc đáng kể trong quý II/2013. Trong kỳ quý 2 năm 2013, HNM giữ được doanh thu thuần 88.7 tỷ đồng, tăng 10% so với cùng kỳ. Chi phí sản xuất trực tiếp giảm mạnh đã giúp HNM lãi gộp 26 tỷ đồng quý 2, tăng 78% so với cùng kỳ. Lũy kế 6 tháng đầu năm lãi 33.81 tỷ đồng, tăng 39% so với cùng kỳ. Với kết quả đó, HNM lãi 3.07 tỷ đồng, tăng mạnh so với mức lãi thấp 526 triệu đồng cùng kỳ. Lũy kế 6 tháng đầu năm, HNM lãi 1.24 tỷ đồng trong khi cùng kỳ lỗ 462 triệu đồng.

Do quý 1 thua lỗ, dù riêng quý 2 công ty lãi gần bằng kế hoạch lợi nhuận 3.1 tỷ đồng ĐHCĐ giao phó nhưng 6 tháng mới hoàn thành 40%.

Một điểm đáng lưu ý là mặc gì kết quả kinh doanh của HNM không mấy khả quan, tổng lương thưởng của HĐQT và TGD HNM năm 2012 là 3.6 tỷ đồng, tăng 29.5% so với năm 2011.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012	TTM Q2
Khả năng thanh toán					
Hệ số thanh toán hiện hành	1.79	1.36	1.49	1.59	1.57
Hệ số thanh toán nhanh	0.83	0.69	0.84	0.98	1.16
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.28	0.22	0.05	0.06	0.05
Cấu trúc tài chính					
Vay dài hạn/Tài sản	-	0.01	-	-	-
Vốn vay/Tài sản	0.02	0.20	0.22	0.24	0.24
Công nợ/Tài sản	0.27	0.40	0.38	0.38	0.42
Hiệu quả hoạt động					
Vòng quay các khoản phải trả	16.19	10.07	5.70	3.53	2.63
Vòng quay hàng tồn kho	3.23	4.68	4.02	3.71	5.23
Vòng quay các khoản phải trả	15.17	13.86	11.50	14.75	10.73
Thời gian TB thu tiền KH	23	36	64	103	139
Thời gian TB xử lý HTK	113	78	91	98	70
Thời gian TB trả cho NCC	24	26	32	25	34
Chu kỳ tiền tệ	112	88	123	177	174
Tỷ suất sinh lời					
Lãi gộp/Doanh thu	26.5%	16.8%	19.3%	15.5%	20.4%
Lãi hoạt động/Doanh thu	4.8%	-6.3%	-0.3%	-9.8%	-3.3%
Lãi trước thuế/Doanh thu	4.8%	-6.9%	0.6%	0.5%	1.7%
Lãi ròng/Doanh thu	4.7%	-7.0%	0.6%	0.5%	1.7%
ROA	6.0%	-10.1%	0.7%	0.6%	3.9%
ROE	9.0%	-15.2%	1.2%	0.9%	3.3%

Có thể thấy các chỉ tiêu về khả năng thanh toán của HNM tương đối thấp dù đã được cải thiện vào thời điểm cuối năm 2012 và 30/06/2013. Dự trữ tiền mặt thấp, tính đến cuối quý II/2013 đạt hơn 5 tỷ đồng có thể ảnh hưởng đến việc nắm bắt các cơ hội đầu tư của HNM trong thời gian tới. Tỷ lệ vốn vay/tài sản và công nợ/tài sản của HNM được duy trì tương đối ổn định trong các năm qua.

Thời gian trung bình thu tiền khách hàng và thời gian trung bình trả cho nhà cung cấp có xu hướng tăng trong các năm qua trong khi thời gian trung bình xử lý hàng tồn kho lại giảm trong giai đoạn này cho thấy công ty đã đẩy nhanh tiến độ bán hàng bằng cách nói lỏng tín dụng cho các kênh phân phối.

ROA và ROE của HNM lần lượt là 3.9% và 3.3%. Các con số này rõ ràng không thể so sánh với các chỉ tiêu lợi nhuận tương ứng của VNM là 40.48% và 32.72%. Vì hiện tại trên sàn chỉ có duy nhất 2 công ty thuộc ngành sữa là HNM và VNM niêm yết, nên chúng tôi không có dữ liệu các công ty sữa nhỏ hơn để so sánh.

KẾT LUẬN

Theo đánh giá ông Hà Quang Tuấn - Chủ tịch HĐQT HNM, “nếu Hanoimilk không thể bứt phá để cải thiện vị trí ở mức trên 5% thị phần thì sẽ khó tồn tại lâu dài và có thể dần bị loại khỏi cuộc chơi”.

Hiện tại, theo đánh giá của một số nhà phân phối, mức độ nhận biết nhãn hiệu đối với các sản phẩm sữa của HNM vẫn đang ở nhóm cuối. Trang khảo sát thị trường trực tuyến tại Việt Nam Vinaresearch với nghiên cứu về thói quen sử dụng sữa tươi của trẻ em trong năm 2012 cũng chỉ ra 3 nhãn hiệu được trẻ sử dụng nhiều nhất là Vinamilk, Cô gái Hà Lan và TH True Milk. Trong khi đó, nhãn hàng Izzi là 1 trong 3 sản phẩm có tỷ lệ uống thường xuyên nhất ở mức thấp nhất, chỉ với 0.5% (trong khi 3 thương hiệu trên có tỷ lệ tương ứng là 56.7%, 16.6% và 11.8%). Tin tức khá tích cực đối với HNM gần đây là Izzi là nhãn hàng đầu tiên ứng dụng thành công công thức sữa S+. Việc Viện Dinh dưỡng quốc gia là đơn vị chủ quản nghiên cứu đưa ra công thức S+ cũng sẽ tạo nên một "tấm vé" giúp cho Izzi rộng cửa hơn trên thị trường.

Tuy vậy, chúng tôi vẫn đánh giá khá thấp khả năng bứt phá của HNM trong thời gian tới, trong bối cảnh ngành sữa đang cạnh tranh gay gắt. Lợi nhuận gộp của công ty âm liên tục trong các năm qua, quỹ tiền mặt hạn chế cản trở công ty trong các cuộc chạy đua về marketing. Nhìn chung, chúng tôi đưa ra khuyến nghị BÁN với HNM vào thời điểm này.

Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC, bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, APEC không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.



Phát hành bởi: Phòng Phân Tích - Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC

Hội Sở Chính:

Address: Tòa nhà APEC Building, số 14 Lê Đại Hành, Q.Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200 EXT: 692

Fax: (84- 4) 35771966

Email: research@apex.com.vn; Website: <http://www.apex.com.vn>