

CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM (HSX: VNM)
Phạm Lê Duy Nhân

Chuyên viên phân tích

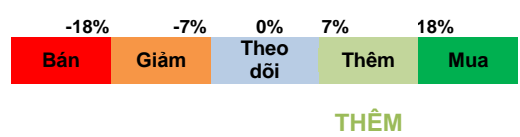
Email: nhanpld@fpts.com.vn

Điện thoại: (84) 8 6290 8686 - Ext : 7593

 Giá hiện tại **138.000**

 Giá mục tiêu **159.000**

 Tăng/giảm **15,2%**

 Tỷ suất cổ tức **2,45%**

Diễn biến giá cổ phiếu VNM

Tóm tắt nội dung

Cập nhật tình hình HĐKD: Doanh thu thuần 9T2013 đạt mức tăng trưởng 16,8% so với cùng kỳ năm trước, tương ứng với mức tăng của thị trường nội địa và xuất khẩu lần lượt là 17,1% và 15%. Biên lợi nhuận gộp đạt trên 37%, cao nhất kể từ 2008 do hưởng lợi từ tồn kho nguyên liệu nhập khẩu giá thấp và đợt tăng giá bán 5%-7% trong tháng 2/2013. Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế cả năm 2013 là 32.036 tỷ đồng và 6.609 tỷ đồng, lần lượt đạt 98,6% và 106,1% so với kế hoạch. Theo đó EPS năm 2013 tương ứng đạt 7.929 đồng/cổ phiếu và ROE đạt 38,3%

Thông tin giao dịch
24/12/2013

Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)	151.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/cp)	85.000
Số lượng CP niêm yết (CP)	833.955.796
Số lượng CP lưu hành (CP)	833.474.982
KLGD bình quân 30 phiên(CP)	175.397
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
% sở hữu nước ngoài	49%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	8.340
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	115.019.557

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty cổ phần Sữa Việt Nam
Địa chỉ	Số 10, đường Tân Trào, P.Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM
Doanh thu chính	Sữa nước, sữa bột, sữa chua, sữa đặc
Chi phí chính	Sữa tươi nguyên liệu, sữa bột nhập khẩu, đường, bao bì
Lợi thế cạnh tranh	Thị phần lớn nhất ngành, có bề dày lịch sử và đa dạng sản phẩm
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên vật liệu

Tăng đầu tư vào Miraka, nhập khẩu hàng tự sản xuất: Ngày 12/12, Vinamilk công bố thông tin tiếp tục đầu tư thêm 2 triệu NZD vào công ty Miraka Limited để giữ nguyên tỷ lệ 19,3% vốn cổ phần của dự án. Trước đó, Vinamilk đã cho ra mắt sản phẩm sữa tươi tiệt trùng nhập khẩu Twin Cows do chính Miraka sản xuất và đóng gói hoàn toàn tại New Zealand, đánh vào tâm lý chuộng sữa ngoại của người tiêu dùng trong nước.

Mua lại Driftwood, thâm nhập thị trường Mỹ: Vinamilk công bố đã nhận được Giấy chứng nhận đầu tư ra nước ngoài do Bộ KHĐT cấp cho khoản đầu tư 7 triệu USD để nắm 70% vốn của công ty Driftwood, một bước hiện thực hóa quyết định thu tóm đã được Vinamilk công bố trong báo cáo quản trị hồi tháng 6. Vinamilk cũng đã được Cục Dược phẩm và thực phẩm Hoa Kỳ (FDA) cấp số đăng ký để được phép xuất khẩu hàng vào nước này.

Tạm ứng cổ tức lần 2/2013 với tỷ lệ tạm ứng 8% mệnh giá, ngày chốt danh sách cổ đông là 18/12/2013. Dự kiến Vinamilk sẽ còn một đợt thanh toán cổ tức nữa vào năm sau khoảng 6% để đạt kế hoạch cổ tức 34% cho năm 2013.

Danh sách cổ đông (16/12/2013)
Tỷ lệ (%)

SCIC	45,05
F&N dairy investment	9,53
Deutsche Bank AG & Deutsche Asset Management (Asia) Ltd	5,95
Vietnam Enterprise Investments Ltd	1,69
Amersham Industries Ltd	1,44
Cổ đông khác	36,34

Tháng 12/2013, theo đề án tái cơ cấu Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) **đến năm 2015 thì SCIC vẫn tiếp tục nắm giữ và đầu tư dài hạn tại Vinamilk**. Trong một động thái khác, hai quỹ của Dragon Capital là Amersham Industries Limited và Vietnam Enterprise Investment Limited (VEIL) đã đăng ký bán lần lượt 4,6 triệu cổ phiếu và 8,8 triệu cổ phiếu với mục đích cơ cấu danh mục đầu tư.

Định giá theo phương pháp P/E

Công ty	Quốc gia	Doanh thu 2012 (triệu đồng)	ROE2012	Vốn hóa (triệu đồng)	P/E forward điều chỉnh
Inner Mongolia Yili Industrial Group Co Ltd	Trung Quốc	146.259.638	25,2%	296.749.088	21,2
Nestle (Malaysia) Bhd	Malaysia	76.527.132	68,8%	103.794.840	21,3
Hatsun Agro Products Ltd	Ấn Độ	7.431.579	44,0%	7.158.344	21,9
Dutch Lady Milk Inds Bhd	Malaysia	5.707.422	55,4%	20.752.497	16,4
Ultrajaya Milk Ind & Trading	Indonesia	4.889.141	21,5%	20.982.650	21,4
Trung bình					20x
Vietnam Dairy Products Co	Việt Nam	26.561.574	41,6%	115.853.021	

Nguồn: Bloomberg.com; FPT S

Xét các công ty cùng ngành niêm yết trong khu vực Châu Á, sau khi điều chỉnh P/E dựa vào rủi ro tương quan giữa thị trường Việt Nam và thị trường quốc gia của các công ty được xét, hệ số P/E bình quân là 20x. Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2013, Vinamilk đạt 6.609 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương ứng với EPS forward 2013 là 7.929 đồng/cổ phiếu. Kết quả định giá theo phương pháp P/E giá mục tiêu của VNM là 159,000 đồng. Tính đến ngày 24/12/2013, giá mục tiêu đang cao hơn 15,2% so với giá giao dịch trên thị trường, do đó chúng tôi đưa ra khuyến nghị nhà đầu tư có thể mua **THÊM cổ phiếu VNM**.

Rủi ro đầu tư

Giá sữa nguyên liệu chiếm khoảng 60% trong cơ cấu giá vốn. Khả năng tự chủ nguyên liệu của Vinamilk khoảng 30%, bao gồm việc thu mua sữa nguyên liệu từ các hộ nông dân và các trang trại nuôi bò tự phát triển. 70% sữa nguyên liệu còn lại phải nhập khẩu từ các nước như New Zealand, Úc hoặc Mỹ và phụ thuộc vào biến động của giá giao dịch trên thị trường thế giới. Hai nguyên liệu nhập khẩu chính là sữa bột nguyên kem (WMP) và sữa bột tách béo (SMP). Đi kèm theo đó là rủi ro biến động tỷ giá. Tuy nhiên, Vinamilk là khách hàng lớn nên thường ký hợp đồng trực tiếp với nhà sản xuất mà ít phải thông qua đấu giá và được hưởng chiết khấu trên giá mua.

Thị trường sữa Việt Nam tập trung nhiều nhà sản xuất cả trong và ngoài nước, thị phần phụ thuộc vào sức mạnh thương hiệu và độ phủ của sản phẩm tại các kênh phân phối truyền thống cũng như hiện đại. Trong phân khúc sữa bột, Vinamilk phải cạnh tranh với các thương hiệu nước ngoài như Abbott, Mead Johnson, Dutch Lady, Nestlé, Dumex, XO... vốn chiếm đến 70% thị phần và có lợi thế hàng nhập khẩu, có nhiều kinh nghiệm và đầu tư lớn vào quá trình nghiên cứu phát triển sản phẩm. Với phân khúc sữa nước, Vinamilk tuy nắm đến gần 50% thị phần nhưng mức độ cạnh tranh trong những năm gần đây cũng rất khốc liệt với sự tham gia và hoạt động quảng cáo rầm rộ của các doanh nghiệp trong nước (TH Milk, Mộc Châu, Ba Vì...).

Sữa là mặt hàng rất nhạy cảm với vấn đề vệ sinh an toàn thực phẩm. Sự cố sữa nghi nhiễm khuẩn Clostridium Botulinum của Fonterra, doanh nghiệp chiếm phần lớn lượng xuất khẩu sữa của New Zealand sang Việt Nam đã gây nhiều xôn xao trên thị trường sữa hồi đầu tháng 8/2013 là một ví dụ điển hình cho rủi ro mà các doanh nghiệp hoạt động trong ngành có thể gặp phải.

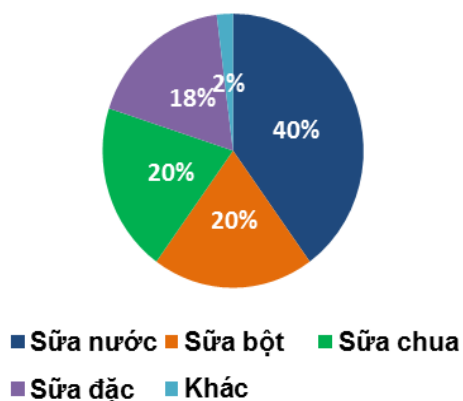
Phân tích hoạt động kinh doanh

Vị thế doanh nghiệp

Được thành lập vào năm 1976, Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam (Vinamilk) hiện là doanh nghiệp sản xuất và chế biến sữa và các sản phẩm từ sữa dẫn đầu trên thị trường, với hơn 200 sản phẩm nội địa và xuất khẩu. Danh mục đa dạng này bao gồm các sản phẩm chủ lực như sữa bột, sữa nước đến các sản phẩm khác như sữa đặc, sữa chua ăn và uống, kem và pho mát. Thị trường xuất khẩu của doanh nghiệp chủ yếu là các nước thuộc khu vực Trung Đông, Campuchia, Philippines và Thái Lan; chiếm khoảng 13% trong cơ cấu tổng doanh thu.

Cơ cấu doanh thu, sản phẩm

Cơ cấu doanh thu 2012



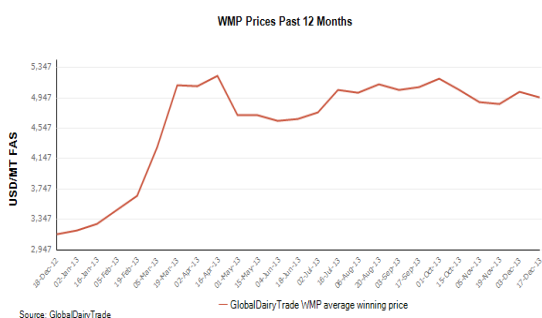
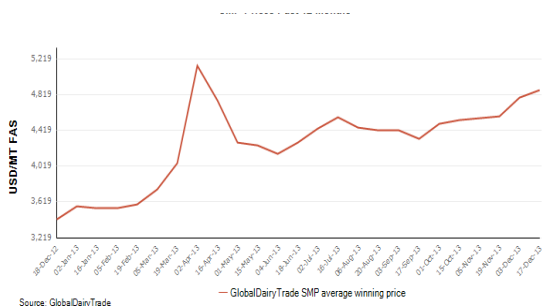
Nguồn: VNM, FPTTS ước tính

- **Sữa chua:** Vinamilk cho biết doanh nghiệp chiếm lĩnh khoảng 80%-90% đối với phân khúc sữa chua ăn. Đây là mặt hàng có biên lợi nhuận gộp cao nhất và Vinamilk có lợi thế lớn nhờ hệ thống tủ đông, tủ lạnh tại các địa điểm bán lẻ trên toàn quốc.
- **Sữa nước:** Theo đánh giá của Công ty nghiên cứu thị trường Nielsen Vietnam thì tính đến tháng 7/2013, thị phần sữa nước hiện nay chủ yếu nằm trong tay Vinamilk với 48,7% thị phần, kế đến là FrieslandCampina Việt Nam với 25,7% và TH True Milk là 7,7%. Vinamilk hiện đang phát triển cả ba dòng sản phẩm: sữa thanh trùng, sữa tươi tiệt trùng, sữa tiệt trùng hoàn nguyên và đặt mục tiêu 60% thị phần trong phân khúc này.
- **Sữa bột:** Là doanh nghiệp nội địa duy nhất có thể cạnh tranh với các nhãn sữa ngoại (Abbott, Mead Johnson, Nestle), thông tin từ phía doanh nghiệp cho biết Vinamilk có lợi thế về giá (thấp hơn 30%-50% tùy từng dòng sản phẩm) và chiếm thị phần khoảng 18% về mặt giá trị, 30% về sản lượng.
- **Sữa đặc:** Chiếm đến 75% thị phần theo khảo sát của Vinamilk, tuy nhiên tiềm năng phát triển không còn nhiều.
- **Các loại sản phẩm khác:** như nước trái cây (Vfresh) và sữa đậu nành (GoldSoy, Vfresh), chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trên tổng doanh thu (khoảng 2%).

Nguồn nguyên liệu đầu vào

Số lượng đàn bò hiện tại của Vinamilk đạt 8.200 con, cung cấp hơn 90 tấn sữa/ngày. Vinamilk còn liên kết với 5.000 hộ nuôi bò và hơn 65.000

Diễn biến giá SMP và WMP, 2013



Nguồn: Globaldairytrade.info

con trên cả nước để thu mua trung bình 460 tấn sữa/ngày, giá thu mua hiện nay trung bình khoảng 13.600 đồng/lít. Ước tính trong năm 2013 Vinamilk đã tiêu thụ tổng cộng 201.000 tấn sữa tươi nguyên liệu, tăng 24% so với năm trước và chiếm gần 48% lượng sữa tươi nguyên liệu của cả nước. Tỷ lệ tự chủ nguyên liệu (thu mua và tự cung cấp) của Vinamilk đạt mức 28%-30%.

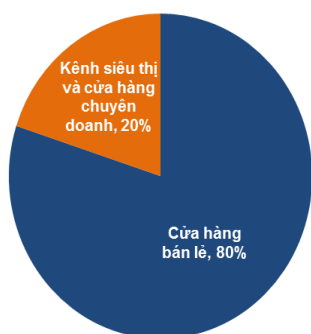
Khoảng 70% nguyên liệu còn lại là sữa bột nhập khẩu từ New Zealand, Mỹ và Úc với hai loại nguyên liệu chính là sữa bột nguyên kem (WMP) và sữa bột tách béo (SMP). Vinamilk chủ yếu ký hợp đồng trực tiếp với nhà cung cấp chứ không qua giao dịch đấu giá nên thường được hưởng chiết khấu so với giá giao dịch trên thị trường thế giới.

Thông thường Vinamilk duy trì lượng hàng tồn kho đủ để sản xuất trong vòng 3 tháng và ký hợp đồng giao sau nguyên liệu thời hạn 3 tháng ở đầu mỗi quý, như vậy doanh nghiệp có thể kiểm soát giá đầu vào của các nguyên liệu nhập khẩu trong ít nhất 6 tháng. Có thể thấy, trong nửa đầu năm 2013 Vinamilk không chịu ảnh hưởng lớn từ sự tăng giá rất mạnh của hai loại nguyên liệu SMP và WMP. Trong năm 2013, trung bình giá SMP đã tăng 40% và đạt mức 4.868 USD/tấn tại thời điểm 17/12; đối với WMP lần lượt là 45% và 4.958 USD/tấn.

Năng lực sản xuất

Vinamilk có tổng cộng 13 nhà máy với quy mô khác nhau trên cả nước. Bên cạnh các nhà máy vừa và nhỏ tập trung phục vụ thị trường địa phương tại chỗ, Vinamilk hiện đang vận hành 2 siêu nhà máy: nhà máy sữa bột Việt Nam có công suất thiết kế 54.000 tấn/năm và nhà máy sữa Việt Nam với công suất thiết kế 400 triệu lít sữa/năm (sau năm 2015 nâng công suất lên 800 triệu lít). Từ phía Vinamilk cho biết, công suất hiện tại của cả 2 nhà máy này vào khoảng 30% và trong tương lai gần đến 2016 sẽ đáp ứng đủ nhu cầu thị trường về sữa bột và sữa nước mà không cần phải xây thêm nhà máy mới nào.

Doanh thu theo kênh phân phối



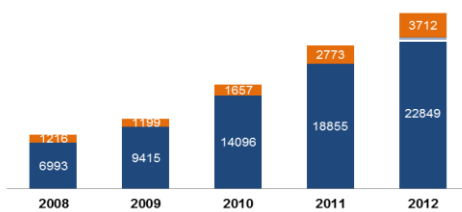
Nguồn: VNM

Hệ thống phân phối và thị trường tiêu thụ

- **Thị trường nội địa:** Giai đoạn 5 năm vừa qua, tiêu thụ trong nước chiếm đến 87% trên tổng doanh thu với tốc độ tăng trưởng hàng năm bình quân (CAGR) đạt 31,2%. Trong đó kênh phân phối truyền thống với hơn 200.000 điểm bán lẻ khắp cả nước đem về 80% doanh thu, 20% còn lại đến từ kênh hiện đại bao gồm hệ thống siêu thị và các cửa hàng chuyên doanh.
- **Thị trường xuất khẩu:** Khoảng 13% doanh thu của Vinamilk đến từ hoạt động xuất khẩu sữa bột và sữa đặc sang các nước đang phát triển tại khu vực Trung Đông như Iraq, Jordan và các nước Đông Nam Á như Campuchia, Philippines, Thái Lan. Do không phải trang trải chi phí bán hàng và các hoạt động marketing nên ước tính giá bán tại các thị trường nước ngoài trung bình thấp hơn khoảng 10%-12% so với nội địa. Trong những năm qua, do thiếu hụt công suất

Doanh thu theo thị trường (tỷ đồng)

■ Doanh thu nội địa ■ Doanh thu xuất khẩu



Nguồn: VNM

sản xuất sữa bột nên Vinamilk thường ưu tiên phát triển thị trường trong nước khiến doanh thu xuất khẩu biến động khá mạnh, nhưng tốc độ tăng trưởng vẫn đạt mức xấp xỉ 31%. Tình trạng thiếu hụt này được kỳ vọng sẽ xóa bỏ sau khi doanh nghiệp đưa vào vận hành nhà máy sữa bột Việt Nam vào tháng 4/2013. Doanh nghiệp dự tính sẽ gia tăng tỷ trọng doanh thu xuất khẩu/tổng doanh thu lên đến 20%-25% vào năm 2017.

Kế hoạch phát triển vùng nguyên liệu

Vinamilk cho biết, hiện doanh nghiệp đang sở hữu năm trang trại với đàn bò 8.200 con. Theo kế hoạch cho giai đoạn 2012-2016, doanh nghiệp sẽ đầu tư khoản 3.000 tỷ đồng để tăng số lượng đàn bò lên 25.500 con vào 2015 và 28.000 con vào 2016. Do đó, Vinamilk được kỳ vọng sẽ hạn chế sự phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu, nâng tỷ lệ tự chủ từ 30% lên 40%.

Trang trại	Số lượng bò sữa	Tình trạng xây dựng	Đầu tư ước tính	Khởi công (e)	Hoàn thành (e)
Như Thanh	3.000	Chuẩn bị khởi công	250 tỷ	2014	2015
Hà Tĩnh	3.000	Chuẩn bị khởi công	250 tỷ	2014	2015
Tây Ninh	10.000	Đang hoàn tất thủ tục	833 tỷ	2014	2015
Thống Nhất	20.000	Đang xin cấp GPKD	1.666 tỷ	NA	NA

Nguồn: VNM; FPT S

Các dự án đầu tư

Sản phẩm sữa TwinCows



Tăng đầu tư vào Miraka, nhập khẩu hàng tự sản xuất: Ngày 12/12, Vinamilk công bố thông tin tiếp tục đầu tư thêm 2 triệu NZD vào công ty Miraka Limited để giữ nguyên tỷ lệ 19,3% vốn cổ phần của dự án. Tổng vốn đầu tư của Miraka tăng từ 121 triệu NZD lên gần 148 triệu NZD, dùng để đầu tư thêm dây chuyền sản xuất sữa tươi tiệt trùng UHT. Trước đó, vào tháng 11 Vinamilk đã cho ra mắt sản phẩm sữa tươi tiệt trùng nhập khẩu Twin Cows do chính Miraka sản xuất và đóng gói hoàn toàn tại New Zealand, đánh vào tâm lý chuộng sữa ngoại của người tiêu dùng trong nước. Sản phẩm này được đóng mác “sữa ngoại” cùng bao bì và nhận diện thương hiệu khác hẳn các sản phẩm trước đó của Vinamilk lại được bán với giá cạnh tranh so với các sản phẩm sữa tươi nhập khẩu. Có thể thấy, việc đầu tư vào Miraka không chỉ giúp Vinamilk tăng tính chủ động nguyên liệu mà còn bước đầu thực hiện chiến lược khôn ngoan: nhập khẩu hàng tự sản xuất, từng bước gia tăng thị phần thị trường sữa ngoại.

Mua lại Driftwood, thâm nhập thị trường Mỹ: Ngày 9/12, Vinamilk công bố đã nhận được Giấy chứng nhận đầu tư ra nước ngoài do Bộ KHĐT cấp. Theo đó doanh nghiệp sẽ đầu tư 7 triệu USD để nắm 70%

Driftwood và các sản phẩm


vốn của công ty Driftwood, đây là một bước hiện thực hóa quyết định thu tóm đã được Vinamilk công bố trong báo cáo quản trị hồi tháng 6. Công ty này doanh thu hằng năm vào khoảng 100 triệu USD, chủ yếu phân phối các sản phẩm sữa và liên quan đến sữa đến hệ thống trường học, bệnh viện, chợ và nhà hàng tại khu vực phía Nam California, vốn tập trung rất nhiều người gốc Việt. Trước mắt Vinamilk sẽ thực hiện tái cấu trúc Driftwood, bước đầu thâm nhập vào thị trường Mỹ. Trước đó, Vinamilk đã được Cục Dược phẩm và thực phẩm Hoa Kỳ (FDA) cấp số đăng ký để được phép xuất khẩu hàng vào nước này, một thị trường đầy tiềm năng nhưng đòi hỏi yêu cầu rất cao và nghiêm ngặt về hệ thống chất lượng và an toàn thực phẩm. Chúng tôi cũng không loại trừ khả năng doanh nghiệp sẽ tiếp tục chiến lược nhập khẩu hàng tự sản xuất đối với Driftwood.

Nhà máy sản xuất các sản phẩm sữa đầu tiên tại Campuchia. Vinamilk kết hợp với nhà phân phối sản phẩm tại Campuchia (BPC trading) thành lập liên doanh trong đó VNM chiếm cổ phần chi phối (51%) nhằm xây dựng nhà máy sản xuất sữa đầu tiên tại Phnompenh, cung cấp các sản phẩm sữa tiệt trùng, yaourt, sữa đặc cho thị trường nước này. Campuchia chiếm tỷ trọng 20-27% trong doanh thu xuất khẩu hàng năm của Vinamilk. Hiện tại Campuchia phải nhập khẩu toàn bộ các sản phẩm từ sữa (chủ yếu từ Việt Nam và Thái Lan). Từ phía doanh nghiệp cho biết Vinamilk vẫn đang trong quá trình xin cấp Giấy phép Đầu tư nước ngoài.

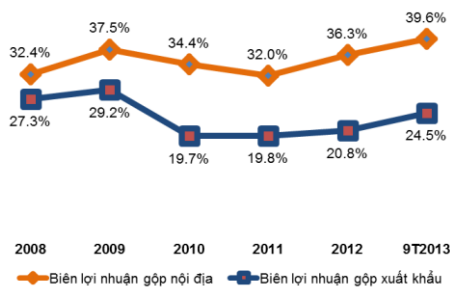
Hoạt động kinh doanh 9T2013

Chi tiêu	9T2012 (tỷ đồng)	9T2013 (tỷ đồng)	y-o-y (%)	% KH	Tỷ trọng trong doanh thu thuần (%)	
					9T2012	9T2013
Tổng doanh thu	19.897	23.242	16,8%	71,5%		
Doanh thu thuần	19.506	22.775	16,8%			
- Nội địa	16.589	19.421	17,1%		85%	85,3%
- Xuất khẩu	2.917	3.354	15%		15%	14,7%
Lợi nhuận gộp	6.593	8.513	29,1%		33,8%	37,4%
Chi phí lãi vay	3	0	-100%		0,0%	0,0%
Chi phí bán hàng	1.646	2.324	41,2%		8,4%	10,2%
Chi phí quản lý	387	449	16,0%		2,0%	2,0%
Lợi nhuận từ HĐKD	4.876	6.041	23,9%		25,0%	26,5%
Lợi nhuận trước thuế	5.075	6.171	21,6%	78,8%	26,0%	27,1%
Lợi nhuận thuần	4.172	5.064	21,4%	81,3%	21,4%	22,2%

Nguồn: VNM; FPTS

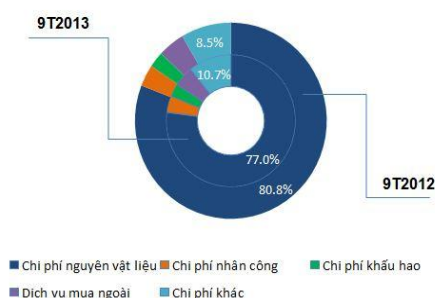
Doanh thu thuần 9T2013 đạt mức tăng trưởng 16,8% so với cùng kỳ năm trước, tương ứng với mức tăng của thị trường nội địa và xuất khẩu lần lượt là 17,1% và 15%. Điểm đáng lưu ý là lợi nhuận gộp tăng trưởng mạnh hơn doanh thu khiến biên lợi nhuận gộp đạt trên 37%, cao nhất

Biên lợi nhuận gộp theo thị trường



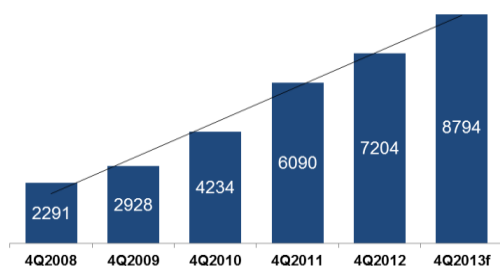
Nguồn: VNM

Chi phí SXKD theo yếu tố



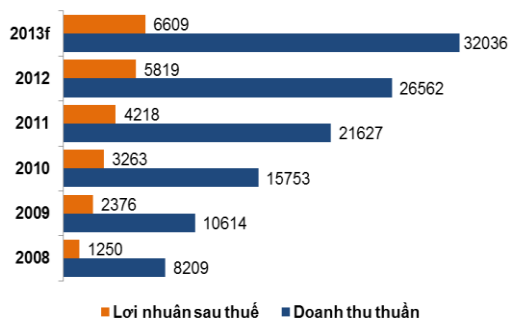
Nguồn: VNM

Doanh thu quý IV các năm (tỷ đồng)



Nguồn: VNM; FPTS ước tính

Doanh thu và LNST các năm (tỷ đồng)



Nguồn: VNM; FPTS ước tính

kể từ năm 2008. Thông tin từ phía doanh nghiệp cho biết, nguyên nhân là do Vinamilk được hưởng lợi từ tồn kho nguyên liệu nhập khẩu giá thấp trong khi giá giao dịch trên thị trường quốc tế liên tục tăng cao trong năm 2013, cộng với đợt điều chỉnh tăng giá bán trung bình 5%-7% vào tháng 2. Bên cạnh đó việc đưa vào vận hành hai nhà máy có công suất lớn khiến Vinamilk tiết giảm chi phí nhân công, giảm thất thoát do tận dụng được lợi thế về quy mô.

Chi phí bán hàng chiếm đến hơn 10,2% tổng doanh thu, tăng mạnh so với mức 8,4% cùng kỳ năm trước và khoảng 9% của giai đoạn 2010-2012. Giải thích về điều này, Vinamilk cho biết doanh nghiệp đã tận dụng sự kiện khánh thành 2 nhà máy sữa bột và sữa nước trong năm nay để đẩy mạnh hoạt động marketing. Ngoài ra, chi phí bán hàng tăng cao còn cho thấy cuộc chiến thị phần ngày càng khốc liệt trong giai đoạn sức cầu yếu do nền kinh tế suy thoái, đặc biệt là ở 2 phân khúc sữa bột và sữa nước.

Chi phí lãi vay trong những năm vừa qua của Vinamilk rất thấp, và trong giai đoạn 9T2013 doanh nghiệp không phải chịu một khoản nợ vay có lãi suất nào. Tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu thuần giảm dần qua các năm từ mức 3,6% năm 2008 xuống còn khoảng 2%, thể hiện bước tiến trong quản lý và điều hành.

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2013

Với 23.242 tỷ doanh thu thực hiện được trong 9T2013, Vinamilk hiện mới đạt được 71,5% kế hoạch đã đặt ra cho năm 2013. Đối với thị trường xuất khẩu, chúng tôi ước tính doanh thu 4Q2013 đạt khoảng 1.346 tỷ đồng, do trong cả năm 2013 doanh nghiệp đã ký kết các hợp đồng xuất khẩu với tổng trị giá 230 triệu USD. Đối với thị trường trong nước chúng tôi ước tính doanh thu 4Q2013 đạt mức 7.448 tỷ đồng, cả năm là 27.336 tỷ. Tính chung cả 2 thị trường, tổng doanh thu cả năm ước đạt 32.036 tỷ, tương ứng với 98,6% kế hoạch.

Trên thực tế, biên lợi nhuận gộp trong 3Q2013 đã có sự sụt giảm nhẹ so với giai đoạn 6 tháng đầu năm (36,5% so với 37,8%) do những lợi thế về tồn kho giá thấp đã không còn. Doanh nghiệp còn cho biết hiện không có kế hoạch tăng giá bán trong 4Q2014 và mùa cận Tết, cho nên chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp sẽ sụt giảm về mức 35% trong quý này do ước tính giá nguyên liệu nhập khẩu đã tăng hơn 10% so với 3Q2013, lợi nhuận gộp thu được ước tính là 3.025 tỷ. Lợi nhuận gộp cả năm ước đạt 11.538 tỷ. Với chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp chiếm khoảng 12% trên doanh thu thuần, thuế suất 20,4%, chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của Vinamilk cho cả năm 2013 đạt 6.609 tỷ đồng, cao hơn 6.1% so với kế hoạch. EPS năm 2013 tương ứng đạt 7.929 đồng/cổ phiếu và ROE đạt 38,3%.

Cơ cấu tài sản và nguồn vốn

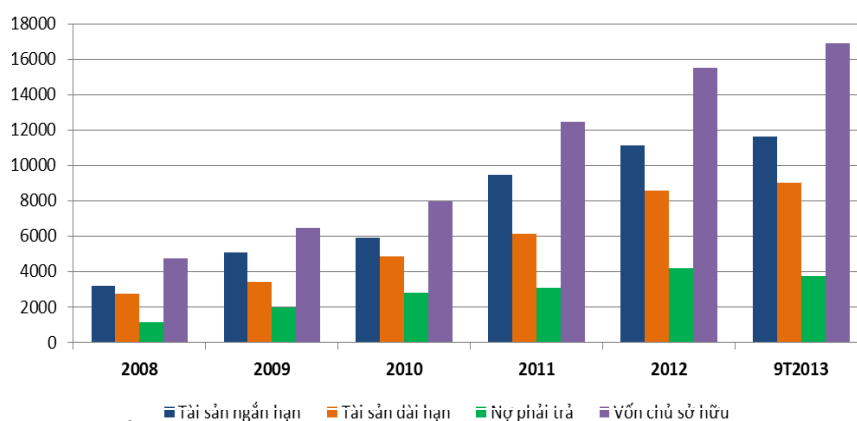
Tài sản ngắn hạn tính đến hết ngày 30/09/2013 là 11.634 tỷ đồng (+32,8% so với cùng kỳ năm 2012). Trong đó, các khoản mục có tính thanh khoản cao như tiền và tương đương tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn chiếm gần 40%. Đặc biệt, lượng tiền gửi có lãi suất không kỳ hạn và ngắn hạn dưới một năm của Vinamilk đạt hơn 4,900 tỷ, khiến doanh thu từ hoạt động này trong giai đoạn 9T2013 tăng trưởng hơn 35% so với cùng kỳ. Các khoản phải thu và hàng tồn kho không có biến động lớn.

Tài sản cố định tăng 11.8% so với thời điểm 30/09/2012, đạt 8.360 tỷ đồng. Trong kỳ, Vinamilk đã thực hiện kết chuyển khoảng 3.716 tỷ đồng từ chi phí xây dựng cơ bản dở dang sang tài sản cố định hữu hình và bắt đầu tính khấu hao, chủ yếu là do 2 siêu nhà máy của Vinamilk đã bắt đầu được đưa vào vận hành.

Các khoản đầu tư tài chính dài hạn giảm mạnh từ 593 tỷ xuống còn 248 tỷ sau một năm do doanh nghiệp chỉ giữ lại khoản đầu tư vào các công ty liên doanh, liên kết và thanh lý hầu hết các khoản đầu tư dài hạn khác (chủ yếu là đầu tư cổ phiếu, trái phiếu và đầu tư dài hạn khác).

Nợ phải trả chỉ chiếm 18,3% trên tổng nguồn vốn. Trong cơ cấu nợ phải trả thì nợ ngắn hạn chiếm đến hơn 98%, chủ yếu là các nghĩa vụ phải trả đối với người bán, người lao động và thuế phải nộp. Kể từ năm 2011, doanh nghiệp đã hầu như tắt toán tất cả các khoản vay ngắn và dài hạn. Chiến lược của Vinamilk cho giai đoạn sắp tới là tiếp tục duy trì một tỷ lệ vay nợ từ thấp đến rất thấp và tài trợ các dự án bằng nguồn vốn tự có. Kế hoạch đầu tư tài sản của doanh nghiệp trong 5 năm đến 2016 dự định phân bổ tổng cộng lên đến 10.275 tỉ VND cho các hạng mục cụ thể, trong đó có nguồn vốn cho hai dự án trọng điểm: Nhà máy Sữa bột Việt Nam và Nhà máy Sữa Việt Nam. Tuy nhiên tính đến đầu năm 2013, 69% tổng ngân sách đã được giải ngân. Áp lực vốn còn lại là không lớn và doanh nghiệp hoàn toàn có thể tự tài trợ dựa trên tình hình kinh doanh khả quan.

Tình hình tài sản và nguồn vốn qua các năm (tỷ đồng)



DIỄN GIẢI VỀ MỨC KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị mục tiêu so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 18%
Thêm	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trong khoảng 7% đến 18%
Theo dõi	Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -7% đến 7%
Giảm	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trong khoảng -7% đến -18%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên -18%

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, CTCP Chứng khoán FPT nắm giữ 95 cổ phiếu VNM và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính**

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.4) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

29-31 Nguyễn Công Trứ, Quận 1,
Tp.Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 6 290 8686
Fax: (84.8) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng
ĐT: (84.511) 3553 666
Fax: (84.511) 3553 888