

CTCP Sữa Việt Nam (VNM)

KHẢ QUAN

Vũ Thị Trà Lý

Chuyên viên

Cập nhật công ty

Ngành sữa

Giá mục tiêu	156.000
Giá hiện tại	141.000
TL tăng	10,6%
Lợi suất cổ tức	2,8%
Tổng lợi nhuận	13,4%

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa USD	5.570 triệu
GTGD bình quân ngày trong 30 ngày qua USD	1,6 triệu
Sở hữu của khối ngoại	49%
Room tối đa cho khối ngoại	49%

SL cổ phiếu lưu hành	833,9 triệu
SL cổ phiếu pha loãng hoàn toàn	833,9 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VND	151.000
Mức thấp nhất 12 tháng VND	103.000

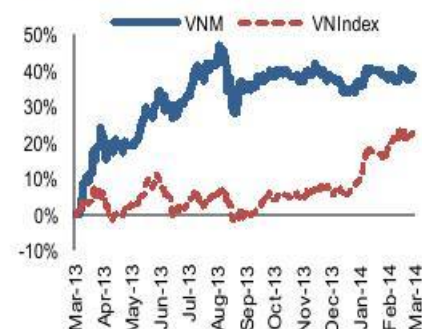
Cơ cấu cổ đông

SCIC (Nhà nước)	45,1%
F&N Dairy Investment	9,5%
Deutsche Bank	6,0%
Khác	39,4%

Mô tả công ty

Vinamilk là công ty sữa lớn nhất tại Việt Nam, chiếm 39% thị phần. Với hơn 30 hoạt động tại Việt Nam, công ty đã ra thành công trong việc xây dựng nhãn hàng cho danh mục sản phẩm, bao gồm sữa bột, sữa nước, sữa chua, sữa đặc có đường và nước ép trái cây. Các sản phẩm được sản xuất và phân phối trên toàn quốc. VNM được niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán TP. HCM (HSX), ngày giao dịch đầu tiên là ngày 19/01/2006.

Diễn biến tương đối của giá cổ phiếu



Áp lực ngắn hạn lên biên lợi nhuận gộp

Tăng trưởng doanh thu năm 2013 giảm xuống còn 16,5% (sản lượng tăng 10% so với năm 2012) do sức mua yếu vì tăng trưởng kinh tế chưa phục hồi từ năm 2012 và tỷ lệ lạm phát cao. Trong khi đó, biên lợi nhuận gộp giảm trong Quý 4/2013 vì chi phí nguyên liệu tăng (cụ thể là sữa bột) mà chúng tôi tin rằng điều này chỉ có sức ảnh hưởng trong ngắn hạn. Theo quan điểm của chúng tôi, có một vấn đề quan trọng hơn trong dài hạn là chi phí tiếp thị tăng sẽ tác động đến biên lợi nhuận ròng do áp lực cạnh tranh, đặc biệt là từ các tập đoàn đa quốc gia tại Việt Nam. Tuy nhiên, chúng tôi đưa ra khuyến nghị KHẢ QUAN dành cho VNM với giá mục tiêu đã điều chỉnh là 156.000 đồng/cổ phiếu dựa trên tỷ lệ tăng trưởng dự phóng của lợi nhuận hàng năm (CAGR) là 13% trong năm 2014-2018, tỷ lệ tăng giá cổ phiếu 10,6%, và lợi suất cổ tức 2,8%.

Doanh thu tăng vừa phải nhưng vẫn đáng kể

Chúng tôi dự báo tổng doanh thu sẽ tăng với tỷ lệ tăng trưởng hàng năm kép (CAGR) đạt 15,6% trong vòng năm năm tới, chủ yếu là nhờ mảng sữa bột (CAGR 18%) và sữa nước (CAGR 15%). Trong khi áp lực cạnh tranh vẫn kéo dài trong một thời gian, chúng tôi tin rằng VNM sẽ vẫn giữ vững vị trí dẫn đầu thị trường dù có nhiều công ty mới xuất hiện. Thực tế, VNM đã mở rộng thị phần trong vòng nhiều năm qua.

Biên lợi nhuận gộp chịu áp lực ngắn hạn

Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp năm 2014 sẽ giảm xuống mức 33,9% từ 36,1% trong năm 2013 do chi phí đầu vào tăng (cụ thể là chi phí của sữa bột tách béo tăng 36% trong Quý 4/2013 lên hơn 4.600USD/tấn). Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ nguyên quan điểm rằng, trong dài hạn biên lợi nhuận gộp có khả năng phục hồi nhờ VNM tăng cường xây dựng quy trình khép kín, hoạt động logistics hiệu quả hơn và danh mục sản phẩm tốt. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng giá sữa bột tách béo sẽ giảm xuống vì nguồn cung sữa tươi từ trang trại nuôi bò sữa tăng do giá cả gần đây tăng lên (nhà cung ứng chính của VNM là Fonterra gần đây cho biết sẽ tăng công suất trong vòng 4 năm tới để đáp ứng nhu cầu của thị trường thế giới).

Định giá vẫn hấp dẫn, giữ nguyên khuyến nghị KHẢ QUAN

Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu xuống 156.000 đồng/cổ phiếu dựa trên sự phối hợp của 2 phương pháp định giá là phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp PER, qua đó tỷ lệ tăng của giá cổ phiếu là 10,6%. Kết quả này cùng với lợi suất cổ tức 2,8% cho thấy VNM vẫn sẽ tạo được return hấp dẫn 13,4% trong vòng 12 tháng tới trong khi đây là một cổ phiếu ít rủi ro hơn mức trung bình. Định giá tương đối cho thấy giá cổ phiếu VNM vẫn ở mức rẻ, hiện đang giao dịch ở mức EPS năm 2014 là 16 lần và EPS năm 2013 là 14 lần theo dự báo mà chúng tôi đưa ra, so với PER trung vị của các công ty khác cùng ngành trong năm 2014 là 19 lần.

Các chỉ số chính	2012	2013	2014	2015	2016
Doanh thu (tỷ đồng)	26.562	30.949	35.953	41.816	48.691
Biên lợi nhuận gộp	34,2%	36,1%	33,9%	34,1%	34,5%
Biên lợi nhuận ròng	21,9%	21,1%	19,3%	18,6%	18,9%
LNST CĐ công ty mẹ (tỷ đồng)	5.819	6.534	6.932	7.777	9.224
EPS (đồng)	6.976	7.835	8.312	9.326	11.061
Tăng trưởng EPS (%)	34,7%	12,3%	6,1%	12,2%	18,6%
Cổ tức/cổ phiếu (đồng)	3.800	4.000	4.000	4.000	4.000
Lợi suất cổ tức (%)	2,7%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
PER (lần)	20,1	17,9	16,8	15,0	12,7
ROA (%)	33,0%	30,7%	28,5%	27,8%	27,7%
ROE (%)	41,6%	39,5%	36,6%	35,1%	34,9%
Nợ/CSH (%)	0,0%	2,1%	1,8%	1,5%	1,3%

Báo cáo tài chính

tỷ đồng	Thực tế 2013	Dự báo 2014	2015	2016
KQLN				
Doanh thu	30.949	35.953	41.816	48.691
- Giá vốn hàng bán	-19.766	-23.765	-27.559	-31.873
Lợi nhuận gộp	11.183	12.188	14.257	16.818
- Chi phí bán hàng	-3.276	-3.842	-4.370	-5.026
- Chi phí quản lý DN	-611	-672	-748	-836
LN thuần HĐKD	7.295	7.674	9.139	10.957
- (Lỗ) / lãi tỷ giá	0	0	0	0
- Lợi nhuận khác	715	779	832	869
EBIT	8.010	8.453	9.970	11.826
- Chi phí lãi vay	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	8.010	8.453	9.970	11.826
- Thuế TNDN	-1.476	-1.522	-2.193	-2.602
LNST	6.534	6.932	7.777	9.224
- Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
LNST cổ đông CT Mệ	6.534	6.932	7.777	9.224
EBITDA	8.782	9.236	10.763	12.629
Số CP lưu hành (triệu)	695	834	834	834
EPS	7.835	8.312	9.326	11.061

Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	16,5%	16,2%	16,3%	16,4%
Tăng trưởng LN HĐKD	17,6%	5,2%	19,1%	19,9%
Tăng trưởng EBIT	15,5%	5,5%	17,9%	18,6%
Tăng trưởng EPS	12,3%	6,1%	12,2%	18,6%

Chỉ số khả năng sinh lợi				
Biên LN gộp %	36,1%	33,9%	34,1%	34,5%
Biên LN ròng %	21,1%	19,3%	18,6%	18,9%
ROE %	39,5%	36,6%	35,1%	34,9%
ROA %	30,7%	28,5%	27,8%	27,7%

Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	61,8	58,3	62,6	62,7
Số ngày phải thu	18,6	17,4	14,5	14,5
Số ngày phải trả	38,9	35,6	38,7	39,7
TG luân chuyển tiền	41,5	40,1	38,4	37,5

Chỉ số TK/dồn bẫy TC				
CS thanh toán hiện hành	2,6	3,0	3,3	3,6
CS thanh toán nhanh	2,0	2,2	2,4	2,7
CS thanh toán tiền mặt	0,6	0,8	1,2	1,6
Nợ / Tài sản	0,0	0,0	0,0	0,0
Nợ / Vốn sử dụng	0,0	0,0	0,0	0,0
Nợ / Vốn CSH	0,0	0,0	0,0	0,0
KN thanh toán lãi vay	0,0	0,0	0,0	0,0

tỷ đồng	Thực tế 2013	Dự báo 2014	2015	2016
Bảng cân đối kế toán				
Tiền và tương đương	2.746	4.213	6.963	11.179
Đầu tư TC ngắn hạn	4.167	4.347	4.520	4.689
Các khoản phải thu	1.895	1.533	1.783	2.076
Hàng tồn kho	3.217	4.381	5.080	5.875
Tài sản ngắn hạn khác	994	994	994	994
Tổng tài sản ngắn hạn	13.019	15.467	19.339	24.813
Tài sản cố định gộp	12.552	13.911	15.282	16.654
- Khấu hao lũy kế	-3.484	-4.081	-4.873	-5.676
Tài sản cố định thuần	9.068	9.830	10.409	10.978
Đầu tư tài chính dài hạn	34	35	36	36
Tài sản dài hạn khác	755	423	442	464
Tổng tài sản dài hạn	9.856	10.288	10.888	11.478
Tổng Tài sản	22.875	25.755	30.227	36.291
Phải trả ngắn hạn	1.968	2.669	3.171	3.755
Vay và nợ ngắn hạn	179	179	179	179
Phải trả ngắn hạn khác	2.809	2.226	2.589	3.014
Nợ ngắn hạn	4.956	5.074	5.939	6.948
Vay và nợ dài hạn	184	184	184	184
Nợ dài hạn khác	167	167	167	167
Tổng nợ dài hạn	351	351	351	351
Tổng nợ	5.307	5.425	6.289	7.299
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn góp bổ sung	1.277	1.277	1.277	1.277
Vốn cổ phần	8.339	8.339	8.339	8.339
Lợi nhuận giữ lại	7.952	10.714	14.322	19.376
Lợi ích của CĐTS	0	0	0	0
Tổng vốn CSH	17.568	20.330	23.938	28.992
Tổng cộng nguồn vốn	22.875	25.755	30.227	36.291

Lưu chuyển tiền tệ				
Tiền đầu năm	1.252	2.746	4.213	6.963
Lợi nhuận ròng	6.534	6.932	7.777	9.224
Khấu hao	786	782	792	803
Thay đổi vốn lưu động	-102	-684	-85	-79
Điều chỉnh khác	-1.036	-187	0	0
Tiền từ hoạt động KD	6.182	6.843	8.484	9.949
Chi mua sắm TSCĐ	-1.491	-1.359	-1.371	-1.371
Đầu tư khác	-30	152	-194	-191
Tiền từ hoạt động đầu tư	-1.520	-1.207	-1.565	-1.563
Cổ tức đã trả	-3.167	-4.170	-4.170	-4.170
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Thay đổi nợ ngắn hạn và dài hạn	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-3.168	-4.170	-4.170	-4.170
Tổng lưu chuyển tiền tệ	1.494	1.467	2.749	4.216
Tiền cuối năm	2.746	4.213	6.963	11.179

Tổng kết kết quả hàng quý

Tỷ đồng

2013	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD
Doanh thu	6.676	8.125	8.027	8.174	30.949
Lợi nhuận gộp	2.456	3.100	2.935	2.669	11.183
Biên LN gộp (%)	36,8%	38,2%	36,6%	32,6%	36,1%
Lợi nhuận từ hoạt động	1.749	2.071	1.908	1.554	7.295
Biên LN hoạt động (%)	26,2%	25,5%	23,7%	19,0%	23,6%
LN ròng	1.531	1.822	1.690	1.470	6.534
Biên LN ròng (%)	22,9%	22,4%	21,0%	17,9%	21,1%

2012	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD
Doanh thu	5.876	7.011	6.619	7.055	26.562
Lợi nhuận gộp	1.800	2.422	2.342	2.514	9.077
Biên LN gộp (%)	30,6%	34,5%	35,4%	35,6%	34,2%
Lợi nhuận từ hoạt động	1.268	1.662	1.600	1.676	6.206
Biên LN hoạt động (%)	21,6%	23,7%	24,2%	23,8%	23,0%
LN ròng	1.270	1.506	1.395	1.648	5.819
Biên LN ròng (%)	21,6%	21,5%	21,1%	23,4%	22,0%

2011	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD
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
Biên LN gộp (%)	33,3%	31,4%	29,4%	28,5%	30,5%
Lợi nhuận từ hoạt động	1.078	1.169	1.673	1.021	4.941
Biên LN hoạt động (%)	23,8%	21,6%	29,4%	17,1%	22,8%
LN ròng	1.006	1.107	1.687	1.042	4.842
Biên LN ròng (%)	22,2%	20,4%	29,6%	17,4%	22,4%

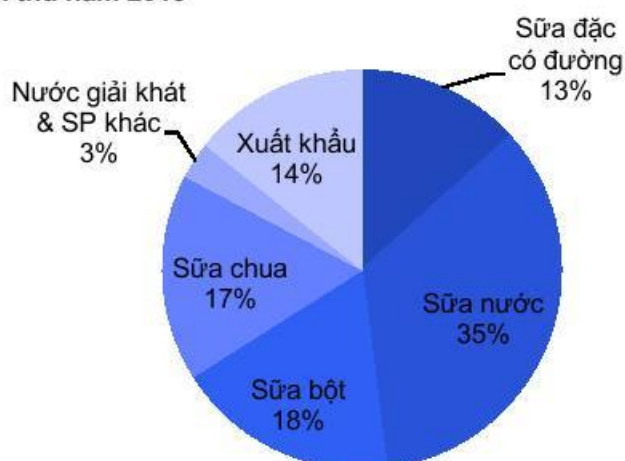
Lịch công bố kết quả lợi nhuận

	Loại hình	Ngày công bố dự kiến
Q1/2014	Hợp nhất	03/04/2014
Q2/2014	Hợp nhất	10/07/2014
Q3/2014	Hợp nhất	10/10/2014
Q4/2014	Hợp nhất	06/02/2015

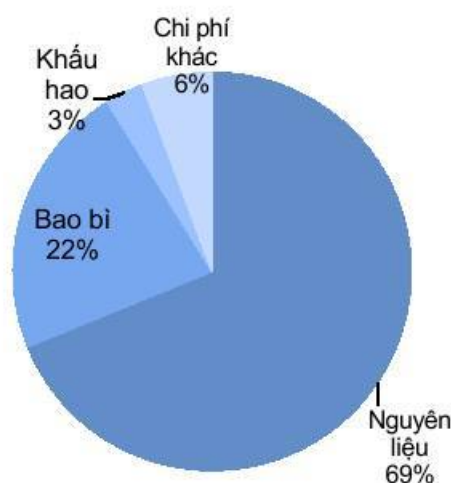
Sơ lược về công ty

Lĩnh vực kinh doanh	Sản xuất các sản phẩm từ sữa và nước giải khát
Doanh thu	1,4 tỷ USD, thị phần ước đạt 39% (2013)
Lợi nhuận ròng	6.534 tỷ đồng – 300 triệu USD (2013)
Yếu tố doanh thu chính	Các sản phẩm từ sữa (sữa đặc có đường, sữa nước, sữa bột, sữa chua)
Yếu tố chi phí chính	Sữa bột tách béo (70%), sữa tươi, sữa bột nguyên kem
Yếu tố rủi ro chính	Giá sữa tươi và sữa bột tách béo biến động
Các khách hàng chính	Người tiêu dùng
Lãnh đạo	Bà Mai Kiều Liên (Chủ tịch HĐQT & TGD)
Địa chỉ	10 Tân Trào, P. Tân Phú, Q. 7, TP. HCM
Website	www.vinamilk.com.vn
Email	vinamilk@vinamilk.com.vn
Điện thoại	+84 8 5415 5555

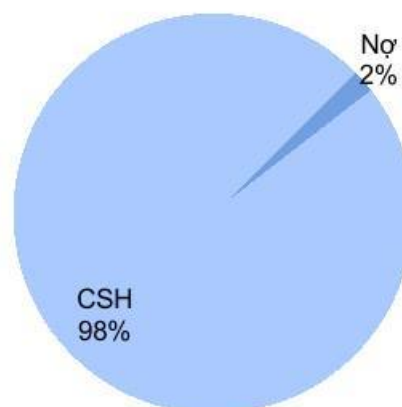
Cơ cấu doanh thu năm 2013



Cơ cấu chi phí năm 2013



Cơ cấu vốn năm 2013



Nguồn: VNM và ước tính của VCSC

Nội dung cập nhật

- Dự báo từ năm 2014 trở đi
- Tổng kết tình hình năm 2013
- Định giá

Dự báo từ năm 2014 trở đi

Tổng doanh thu tăng vừa phải: CAGR đạt 15,6% trong giai đoạn 2014-2018

Sữa nước và sữa bột là hai mảng chính thúc đẩy tăng trưởng, vì tăng trưởng ở các phân khúc sản phẩm khác mà VNM đã nắm được thị phần đáng kể (cụ thể là 73,4% đối với sữa chua, 88% đối với sữa đặc có đường) sẽ bị hạn chế. Ở phân khúc sữa nước, VNM phải đối mặt với tình hình cạnh tranh ngày càng khốc liệt với CTCP Sữa TH (TH Milk); tuy nhiên, chúng tôi tin rằng trong vòng năm năm tới, VNM sẽ có đủ nguồn lực để giữ vững vị thế dẫn đầu trong phân khúc sản phẩm này, và thực tế thậm chí tăng thêm thị phần nếu tính về mặt sản lượng. Chúng tôi dự báo VNM sẽ giữ được mức tăng trưởng doanh thu 15,2% (CAGR) trong phân khúc sữa nước nhờ vào tăng trưởng sản lượng dự báo hàng năm đạt trên 8% (so với mức tăng trưởng sản lượng 5,4% mà Công ty Nghiên cứu Thị trường Euromonitor dự báo cho phân khúc này) và giá bán tăng trung bình 6% mỗi năm.

Trong khi đó, tại phân khúc sữa bột, VNM có thể sẽ hưởng lợi từ việc người tiêu dùng trong nước chuyển sang sử dụng các phẩm với giá cả phải chăng hơn do tình hình kinh tế bất ổn kéo dài. Tuy vậy, chúng tôi cũng thấy rằng công ty sẽ tiếp tục gặp thách thức ở phân khúc sản phẩm này do sự có mặt của các công ty nước ngoài lớn và thực tế thì người tiêu dùng Việt Nam vẫn chuộng các nhãn hàng ngoại/nhập. Chúng tôi dự báo doanh thu của VNM từ sữa bột sẽ tăng 18,3% trong năm 2014-2018, nhờ sản lượng hàng năm tăng 11,6% và giá bán hàng năm tăng trung bình 6%. Là một công ty tương đối mới trong lĩnh vực này, VNM sẽ tiến nhanh hơn so với tốc độ tăng trưởng sản lượng dự báo của thị trường (10,5% trong năm 2014-2017 theo Euromonitor) bằng cách tiếp tục giành thị phần từ các công ty nước ngoài.

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng tổng doanh thu thuần sẽ tăng với CAGR 15,6% trong năm 2014-2018, con số này khá khiêm tốn so với mức CAGR cao nhất từ trước đến nay là 26% trong giai đoạn 2008-2013, nhưng theo quan điểm của chúng tôi đây vẫn là một tỷ lệ bền vững đáng kể và phù hợp với thực tế.

Hình 1: VCSC dự báo doanh thu của VNM

Doanh thu thuần (tỷ đồng)	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	CAGR (%)
Sữa đặc có đường	4.113	4.447	4.808	5.198	5.620	6.077	8,1%
Sữa nước	10.747	12.530	14.611	17.036	19.864	21.850	15,2%
Sữa bột	5.572	6.615	7.854	9.324	11.070	12.907	18,3%
Sữa chua	5.174	6.033	7.035	8.202	9.564	10.520	15,2%
Khác	929	1.207	1.570	2.040	2.652	3.183	27,9%
Xuất khẩu	4.414	5.120	5.939	6.890	7.992	9.271	16,0%
Tổng cộng	30.949	35.953	41.816	48.691	56.691	63.808	15,6%

Nguồn: ước tính của VCSC

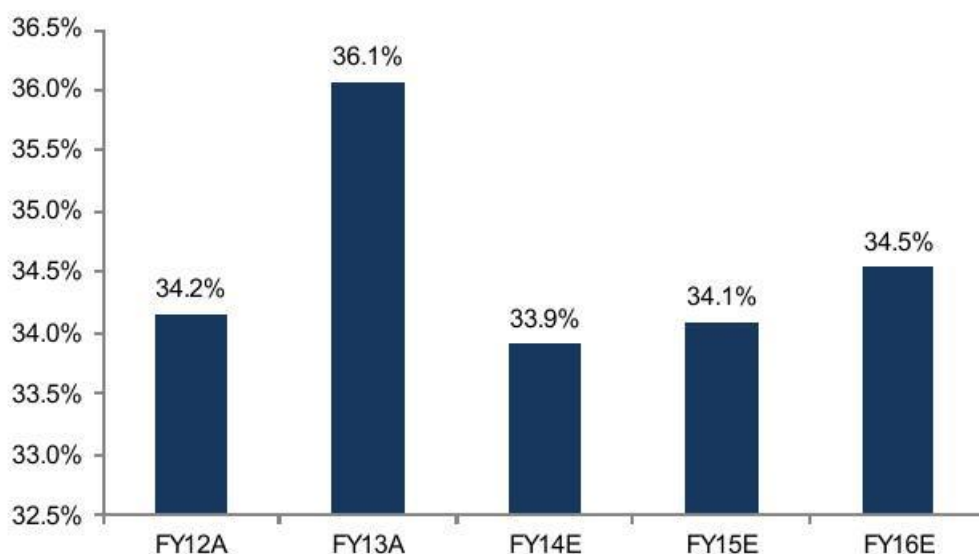
Chi phí đầu vào tăng ảnh hưởng đến biên lợi nhuận năm 2014

Trong suốt năm 2013, giá sữa bột tách béo liên tục trên mức trên 4.600 USD/tấn (tăng 36% so với năm 2012). Giá nguyên liệu đầu vào này tăng lên sẽ ảnh hưởng đến tình hình của VNM trong năm 2014, vì hàng tồn kho với chi phí thấp đã gần như được dùng hết và công ty không thể ngay lập tức chuyển toàn bộ chi phí tăng thêm cho người dùng. (Gần đây VNM đã tăng

6% giá bán trung bình.) Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp trong năm 2014 sẽ giảm xuống 33,9%.

Chúng tôi vẫn giữ quan điểm rằng, trong dài hạn, biên lợi nhuận gộp sẽ phục hồi trở lại nhờ nguồn nguyên liệu tự cung ứng sẽ tăng lên, hệ thống logistic hoạt động hiệu quả hơn và cơ cấu sản phẩm được cải thiện. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng giá sữa bột tách béo sẽ giảm xuống vì nguồn cung từ trại nuôi bò sữa tăng lên do giá cả gần đây tăng, và đặc biệt là Fonterra – nhà cung ứng chính của VNM, gần đây cho biết sẽ tăng công suất trong vòng 4 năm tới để đáp ứng nhu cầu của thị trường thế giới.

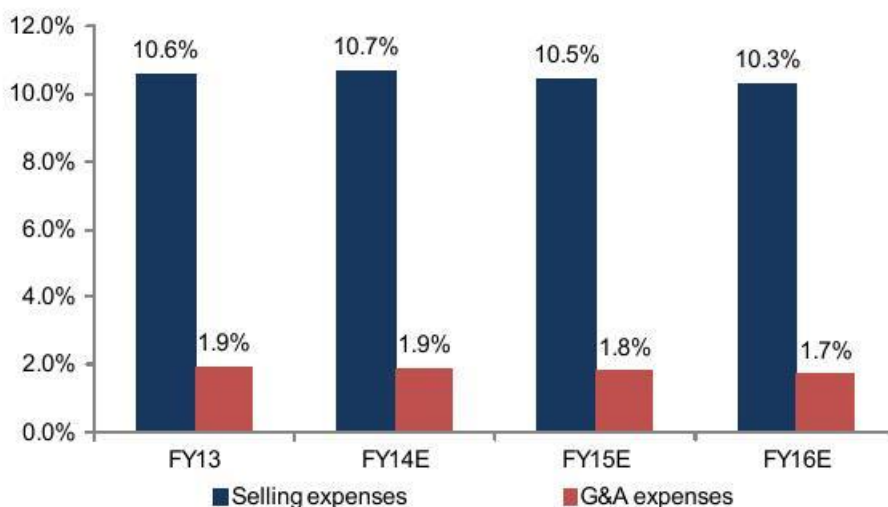
Hình 2: Biên lợi nhuận gộp



Nguồn: ước tính của VCSC

Chi phí bán hàng/tiếp thị ở mức cao do tình hình cạnh tranh ngày càng gay gắt

Hình 3: Chi phí bán hàng và chi phí quản lý (% trong doanh thu)



Nguồn: ước tính của VCSC

Chúng tôi tin rằng VNM sẽ phải vẫn chi nhiều cho hoạt động tiếp thị và bán hàng để bảo vệ thị phần vì các công ty khác cũng đang nỗ lực làm điều tự.

Chúng tôi nhận thấy sức ép cạnh tranh ngày càng tăng trong phân khúc sản phẩm sữa chua từ CTCP Sữa Ba Vì (Ba Vì Milk), TH Milk. Năm ngoái, những công ty này đã tăng chi phí cho đóng gói bao bì và chiến dịch tiếp thị. Trong khi đó, Công Ty TNHH Sữa Cô Gái Hà Lan và TH Milk đã liên tục thực hiện các chương trình tiếp thị để thâm nhập thị trường sữa tươi thanh trùng.

Việc tăng công suất cũng sẽ gia tăng tình hình cạnh tranh trong thị trường các sản phẩm làm từ sữa. Nhiều nhà máy mới dự kiến sẽ hoàn thiện trong năm 2014; ví dụ như, TH Milk xây nhà máy Mega Plant (500 triệu tấn sữa nước/năm) và nhà máy Nutifood với công suất 50.000 tấn sữa bột/năm.

Kế hoạch đầu tư lớn trong năm 2014-2016 xây dựng trang trại bò sữa, hoàn thiện quy trình khép kín: không ảnh hưởng đến đòn bẩy tài chính và việc chi trả cổ tức

Vinamilk dự kiến các trang trại bò sữa riêng của công ty sẽ cung ứng 30%-40% sữa nguyên liệu vào năm 2016. Để làm được điều này, công ty đã lên kế hoạch đầu tư 2.880 tỷ đồng để tăng quy mô đàn bò sữa tại các trang trại của mình lên 25.500 con vào năm 2015, và 28.000 con vào năm 2016. VNM sẽ dùng tiền mặt của mình để đầu tư và vẫn có thể giữ được mức trả cổ tức bằng tiền mặt hằng năm là 4.000 đồng/cổ phiếu cho đến năm 2016. Hiện tại, VNM sở hữu năm trang trại tọa lạc ở Nghệ An, Thanh Hóa, Bình Định và Lâm Đồng, với tổng số lượng đàn bò sữa là 8.500 con.

Theo kế hoạch đầu tư thì VNM sẽ xây dựng 2 trang trại ở tỉnh Thanh Hóa – một trang trại với 3.000 con bò sữa, và một “siêu trang trại” với diện tích 2.600ha với 20.000 con. Tại Hà Tĩnh, VNM sẽ đầu tư vào trang trại nuôi đàn bò 3.000 con. Chúng tôi ước tính số vốn cần cho các dự án này lần lượt là 480 tỷ đồng và 1.600 tỷ đồng. Ở Tây Ninh, VNM dự kiến đầu tư 800 tỷ đồng xây dựng trang trại nuôi 10.000 con bò sữa.

Hình 6: Kế hoạch đầu tư trang trại bò sữa của VNM

Vị trí trang trại	Số lượng bò sữa	Đầu tư ước tính (tỷ đồng)	Đã/sẽ xây dựng	Hoàn thiện
Thanh Hóa	3.000	240	03/2014	09/2014
Thanh Hóa	20.000	1.600	2014	2016
Hà Tĩnh	3.000	240	2014	2015
Tây Ninh	10.000	800	2015	2016
Tổng cộng	36.000	2.880		

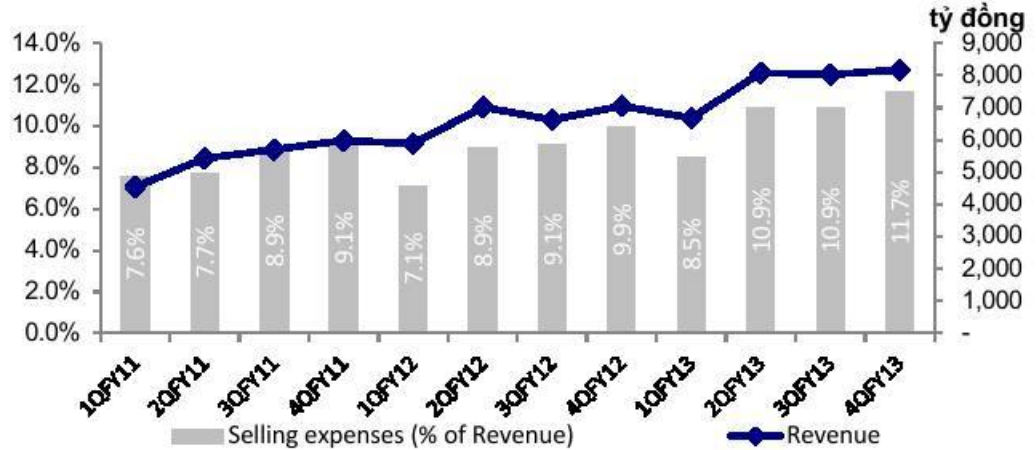
Nguồn: Kế hoạch của VNM và dự báo của VCSC

Tình hình năm 2013

Môi trường kinh doanh trong năm 2013 có nhiều thách thức đối với VNM hơn dự kiến. Nhu cầu tiêu dùng yếu và tình hình cạnh tranh tăng cao từ các công ty trong nước buộc VNM phải tăng cường hoạt động tiếp thị để bảo vệ thị phần.

Biên lợi nhuận ròng bị ảnh hưởng do chi phí tiếp thị tăng

Hình 1: Chi phí bán hàng/tiếp thị tiếp tục tăng do sức ép cạnh tranh



Nguồn: Báo cáo tài chính của VNM, VCSC thu thập

Trong năm 2013, tổng doanh thu thuần của công ty đạt 26.535 tỷ đồng, tăng 16,5% so với năm 2012, thấp hơn so với mức tăng trưởng dự phóng trước đó chúng tôi đưa ra là 20,1%. Doanh thu sữa nước, yếu tố chính thúc đẩy tăng trưởng doanh thu, đạt khoảng 10.700 tỷ đồng, tăng 16%. Trong khi đó, sữa bột có tỷ lệ tăng cao nhất (xấp xỉ 27%), đóng góp 5.600 tỷ đồng cho tổng doanh thu. VNM đã tận dụng thành công cơ hội từ việc Fonterra thu hồi sữa nhiễm khuẩn vào tháng 08/2013 nhằm đẩy mạnh tăng trưởng doanh thu.

Hình 2: Doanh thu các sản phẩm từ sữa trong nước chững lại do sức tiêu thụ nói chung ở mức thấp



Nguồn: Báo cáo tài chính của VNM, VCSC thu thập

Mặc dù biên lợi nhuận gộp giảm trong Quý 4/2013 do chi phí sữa nguyên liệu tăng (cụ thể sữa bột tách béo tăng lên trên mức 4.600 USD/tấn vào cuối năm 2013), biên lợi nhuận gộp cả năm

của VNM vẫn tăng lên mức cao nhất trong 4 năm qua là 36,1% nhờ công ty đã dự trữ được hàng tồn kho nguyên liệu giá rẻ trong 9 tháng đầu năm (với giá 3.500 – 3.600 USD/tấn) do mua được nguyên liệu giá và công ty cũng chuyển một phần chi phí gia tăng sang cho người tiêu dùng bằng cách nâng 7% giá bán trung bình trong năm 2013.

Chi phí bán hàng trong năm 2013 liên tục tăng do VNM đẩy mạnh hoạt động tiếp thị để đối phó với tình hình cạnh tranh với Sữa Cô Gái Hà Lan, TH Milk, Sữa Ba Vì và Nutifood. Tỷ trọng của chi phí bán hàng trong doanh thu ròng tăng từ 8,8% (năm 2012) lên 10,6% (năm 2013), do đó khiến biên lợi nhuận ròng giảm từ 21,9% trong năm 2012 xuống 21,1% trong năm 2013, mặc dù biên lợi nhuận gộp tăng đáng kể.

Định giá

Chúng tôi tính giá mục tiêu dựa trên phương pháp định giá là phối hợp giữa phương pháp PER và phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF). Do dòng tiền ổn định và có thể dự báo được, nên chúng tôi giữ nguyên tỷ trọng của phương pháp DCF và phương pháp PER lần lượt là 70% và 30%.

Hình 7: Giá mục tiêu

		FY14E	FY15E
Giá mục tiêu theo phương pháp DCF		155.465	157.139
Tỷ trọng		70%	70%
Giá mục tiêu theo phương pháp PER	P/E mục tiêu là 19 lần	166.240	186.512
Tỷ trọng		30%	30%
Giá mục tiêu		156.000	163.000
Tỷ lệ tăng		10,6%	15,6%

Nguồn: Dự báo của VCSC

Phương pháp DCF

Vì tình hình kinh tế vĩ mô cải thiện, chúng tôi giảm phần bù rủi ro vốn cổ phần (ERP) áp dụng trong mô phương pháp DCF mà chúng tôi sử dụng từ 8,5% xuống 7% và tính được giá mục tiêu là 155.000 đồng/cổ phiếu.

Hình 8: Giá định DCF

Giá định DCF	FY14
Lãi suất phi rủi ro	8,5%
Phí bảo hiểm rủi ro	7,0%
Chi phí CSH	13,3%
Chi phí nợ	12%
Dòng tiền thuần của doanh nghiệp/cổ phiếu (đồng)	155.465

Nguồn: Dự báo của VCSC

Phương pháp PER

Mặc dù năm 2014 là một năm đầy thách thức nhưng chúng tôi tin rằng VNM xứng đáng với mức PER dự phóng là 19 lần (tương đương mức PER trung vị năm 2014 của các công ty khác cùng ngành), qua đó cho thấy công ty có vị thế dẫn đầu thị trường, khả năng sinh lời cao (biên lợi nhuận từ hoạt động đạt 23,6%), mức ROE và ROA tương đối cao lần lượt là 30,7% và 39,6%, và ngành sữa Việt Nam có triển vọng tăng trưởng dài hạn.

Hình 9: VNM so với các công ty khác cùng ngành

Công ty	Quốc gia	Giá trị vốn hóa (triệu USD)	Biên LN từ hoạt động (%)	ROA (%)	ROE (%)	Tăng trưởng doanh thu bình quân 3 năm (%)	PER (lần)	PBR (x)	PER năm 2014 dự phóng (lần)
Nestle India Ltd	Ấn Độ	7.694	18,5	19,5	53,6	13,2	42,0	19,8	n/a
Vinamilk	Việt Nam	5.491	23,6	30,7	39,6	25,5	17,7	6,6	16,3
Nestle (Malaysia) Berhad	Malaysia	4.843	15,5	28,1	71,7	5,9	28,1	22,0	24,0
Dean Foods Co	Mỹ	1.410	2,5	19,2	151,8	-8,9	2,7	2,0	13,2
Meiji Holdings Co Ltd	Nhật Bản	4.864	3,0	3,0	7,6	0,6	20,1	1,4	19,0
Nestle Pakistan Ltd	Pakistan	3.874	11,9	11,7	52,3	19,0	68,4	31,2	n/a
Centrale Laitiere	Morocco	1.798	9,1	5,7	19,0	5,7	56,4	12,2	28,0
Yashili International Holdin	Hồng Kông	1.876	16,4	10,6	16,0	12,6	21,0	3,9	12,4
Ultrajaya Milk Ind & Trading	Indonesia	1.121	15,2	18,2	26,1	20,7	28,0	6,6	24,8
Megmilk Snow Brand Co Ltd	Nhật Bản	900	2,3	2,3	6,3	10,6	12,1	0,7	12,3
Dutch Lady Milk Inds Bhd	Malaysia	928	19,2	34,6	68,4	12,2	21,9	16,1	20,3
Trung bình		3.163	12,5	16,7	46,6	10,7	28,9	11,1	18,9
Trung vị		1.876	15,2	18,2	39,6	12,2	21,9	6,6	19,0

Nguồn: Bloomberg

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Vũ Thị Trà Lý, 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 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
KÉM KHẢ QUAN	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 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

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ, 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

Trưởng phòng cao cấp

Tôn Minh Phương

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa

CV cao cấp, Ngô Bích Vân

CV cao cấp, Phạm Đình Ân

CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý

Chuyên viên, Nguyễn Quốc Hòa

Chuyên viên, Đặng Văn Pháp

Chuyên viên, Doãn Hải Phương

Chuyên viên, Văn Đình Vỹ

Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh

Chuyên viên, Nguyễn Hồng Quang

Chuyên viên, Ngô Đăng Quế

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
02/04/2014	THÊM VÀO	141.000	156.000
24/10/2013	THÊM VÀO	142.000	164.000
03/06/2013	THÊM VÀO	133.000	149.000
19/12/2012	MUA	84.500	106.000