

## CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM - VINAMILK

### Thông tin cổ phiếu

Ngày 08/05/2014

Mã chứng khoán	VNM
Ngành	Thực phẩm (ICB: 3577)
Sàn giao dịch	HSX
Thị giá ngày 08/05/2014 (đồng)	125.000
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	104.180,038
KLCP đang lưu hành	833.440.311
P/E trailing	16,31
P/B	5,94

- VNM là doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh sản phẩm sữa hàng đầu của Việt Nam với thị phần lớn tiếp tục duy trì và tăng trưởng. Đặc biệt VNM luôn duy trì khả năng sinh lợi cao, và ổn định qua các năm (21% - 22%)
- Nguồn tiền mặt tiếp tục dồi dào trong khi hầu hết kế hoạch đầu tư tài sản trong giai đoạn 2012 -2016 đều đã thực hiện phần lớn trong giai đoạn 2013 trở về trước, và chỉ tiếp tục giải ngân khoảng 20% vốn đầu tư trong năm 2014 do đó áp lực về thanh khoản không phải là vấn đề của VNM. Đặc biệt VNM phù hợp với nhà đầu tư trung và dài hạn do tỷ lệ chia trả cổ tức tiếp tục ổn định ở mức cao qua các năm (50% -60% cổ tức tiền mặt)
- Năm 2013, VNM tiếp tục duy trì KQKD tăng trưởng khả quan và vượt 5% so với kế hoạch lợi nhuận. Tuy nhiên năm 2014, dự kiến mức tăng trưởng sẽ chững lại do biến động giá sữa nguyên liệu và môi trường kinh doanh cạnh tranh ngày càng gay gắt. Căn cứ vào kế hoạch ĐHCĐ thông qua cho năm 2014, EPS forward của VNM đạt khoảng = 7.186 đồng/cp, và tương ứng P/E forward của VNM khoảng 17,4x, là mức khá cao so với trung bình ngành. Do đó chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với VNM

Chỉ tiêu tài chính	2010	2011	2012	2013
DTT (tỷ đồng)	15.753	21.627	26.562	30.949
+/- yoy (%)	48%	37%	23%	17%
LNST (tỷ đồng)	3.616	4.218	5.819	6.534
+/- yoy (%)	52%	17%	38%	12%
TTS (tỷ đồng)	10.773	15.583	19.698	22.875
+/- yoy (%)	27%	45%	26%	16%
VCSH (tỷ đồng)	7.964	12.477	15.493	17.545
+/- yoy (%)	20%	57%	24%	13%
Nợ/TTS (%)	21%	26%	20%	21%
TS LN gộp (%)	33%	30%	34%	36%
TS LN ròng(%)	23%	20%	22%	21%
BV (đồng)	22.558	22.436	18.578	21.039
EPS - TTM (đồng)	10.251	7.717	6.981	7.839
ROA (%)	34%	27%	30%	29%
ROE (%)	45%	34%	38%	37%

### NỘI DUNG:

- Kết quả kinh doanh 2013 - Trang 02
- Kế hoạch kinh doanh năm 2014 - Trang 03
- Kết quả kinh doanh Q1.2014 - Trang 03
- Kế hoạch đầu tư tài sản - Trang 04
- Các vấn đề khác - Trang 05
- Quan điểm đầu tư - Trang 05

### Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 06

**Thông kê cổ phiếu** theo một số tiêu chí của VCBS cập nhật tại

[www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx](http://www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx)

**Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp** cập nhật tại [www.vcbs.com.vn](http://www.vcbs.com.vn)

**VCBS Bloomberg Page:** <VCBS><go>

**Phạm Tuyết Hà**  
+84 8 3820 5510 (ext. 401)  
[ptha@vcbs.com.vn](mailto:ptha@vcbs.com.vn)

**08.05.2014**  
**Bộ phận Nghiên cứu – Phân tích**  
**VCBS**

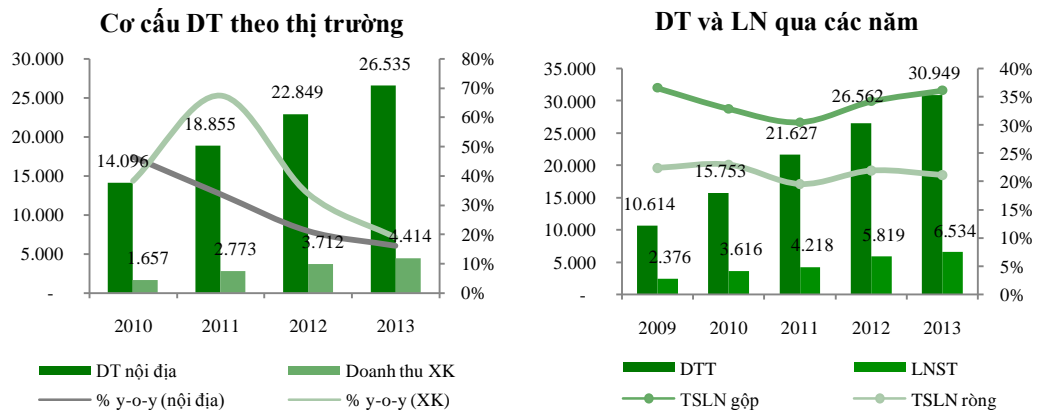
## Kết quả kinh doanh 2013

**KQKD của VNM tiếp tục tăng trưởng khả quan và vượt 5% so với kế hoạch lợi nhuận.** Tổng doanh thu đạt 31.586 tỷ đồng (+17% yoy, 97% KH) và 6.534 tỷ đồng LNST (+12% yoy, 105% KH), EPS tương ứng đạt 7.839 đồng/cổ phiếu.

**Động lực tăng trưởng lợi nhuận** đến từ (1) Tăng trưởng doanh số tiếp tục phát triển đều ở cả thị trường trong nước và xuất khẩu, lần lượt tăng 16% và 19% với cơ cấu nội địa chiếm khoảng 86% tổng DT. Trong năm 2013, VNM duy trì sản lượng bán ra trên 4 tỷ sản phẩm, trong đó đặc biệt chú trọng đến việc đưa ra nhiều sản phẩm mới để đáp ứng nhu cầu của người tiêu dùng trong nước (21 sản phẩm mới) và xuất khẩu (3 sản phẩm). (2) Chi phí giá vốn được kiểm soát khá tốt, chỉ tăng 13% thấp hơn tăng trưởng doanh thu giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp lên đến 36% (so với 34% của năm 2012).

**Tuy nhiên các chi phí hoạt động khác gia tăng cũng phần nào khiến TSLN ròng giảm nhẹ từ 22% xuống còn 21%,** cụ thể CP bán hàng và QLDN tăng lần lượt 40% và 16% chiếm 13% trên DTT, tăng so với mức 11% của năm 2012. Điều này cũng góp phần làm giảm kết quả kinh doanh Q4.2013 so với cùng kỳ (-10,8% yoy) bên cạnh yếu tố chi phí nguyên liệu tăng cao.

Như vậy năm 2013, tốc độ tăng trưởng của VNM đã phần nào thể hiện dấu hiệu chững lại do áp lực cạnh tranh và giá nguyên liệu đầu vào tăng. Doanh thu chỉ hoàn thành 97% kế hoạch và tăng trưởng LNST chỉ đạt 12% thấp hơn mức 38% của năm 2012. Tuy nhiên so với các doanh nghiệp trên sàn hiện nay, chúng tôi vẫn đánh giá cao VNM ở khả năng duy trì TSLN ổn định và ở mức cao qua các năm (22%).



Nguồn: BCTC của VNM, VCBS tổng hợp

## Biến động tài sản đáng chú ý

Trong năm 2013, cơ cấu tài sản cố định hữu hình thay đổi khá lớn, tăng 89% so với đầu năm và chiếm 34% tổng tài sản, do VNM đã chính thức đưa hai nhà máy lớn tại Bình Dương đi vào hoạt động. Bao gồm Nhà máy sữa bột với (công suất thiết kế 54.000 tấn sữa bột/năm) và Nhà máy sữa nước (công suất hơn 400 triệu lít sữa/năm trong giai đoạn 1 và sẽ tăng lên 800 triệu lít sữa/năm trong giai đoạn 2) sử dụng công nghệ tích hợp và tự động hiện đại bậc nhất thế giới mà Tetra Pak từng xây dựng. Bên cạnh đó, nhà máy còn có hệ thống kho thông minh đầu tiên và lớn nhất Việt Nam, với diện tích 6 ha và sức chứa là 27.168 lô chứa hàng. Như vậy sau khi đầu tư mới, năng lực sản xuất của VNM gia tăng đáng kể, tổng công suất thiết kế các nhà máy của VNM hiện đã đạt 8 tỷ sản phẩm/năm.

**Kế hoạch kinh doanh 2014**

Công ty đặt kế hoạch kinh doanh cho năm 2014 tương đối thận trọng

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	KH 2014 điều chỉnh	Định hướng 2014	Tăng/giảm so với định hướng	+/-% yoy
Tổng doanh thu	<b>36.298</b>	38.130	-1832	+15%
LNTT	<b>7.531</b>	7.180	+351	-6%
LNST	<b>5.993</b>	5.720	+273	-8%

+ **Về doanh thu:** Kế hoạch năm 2014 là 36.298 tỷ đồng, tăng 15% so với thực hiện năm 2013, nhưng giảm khoảng 5% so với định hướng giai đoạn 2012 - 2016

+ **Về lợi nhuận:** Mặc dù kế hoạch LN này đã điều chỉnh tăng khoảng 5% so với định hướng giai đoạn 2012 – 2016 nhưng vẫn giảm nhẹ 6% - 8% so với mức thực hiện năm 2013 lần lượt chỉ là 7.531 tỷ đồng LNTT và 5.993 tỷ đồng LNST.

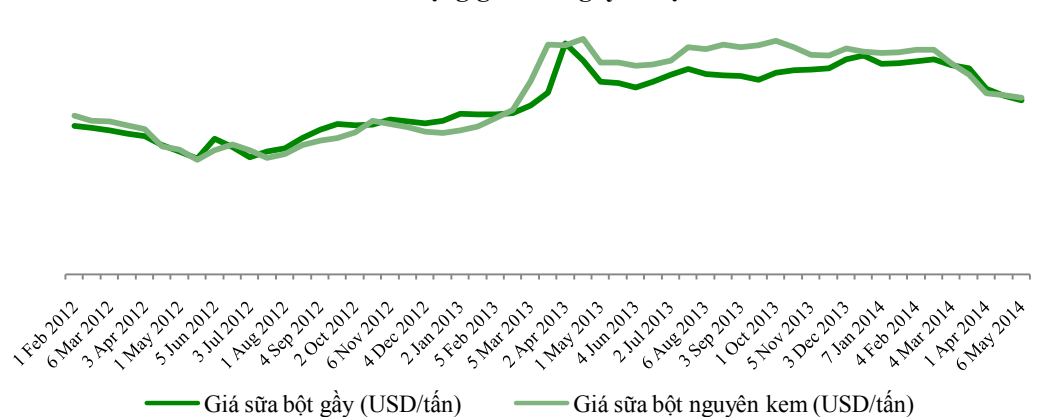
Cơ sở đưa ra kế hoạch kinh doanh khá thận trọng là do công ty quan ngại về sức mua của người tiêu dùng cũng như mức độ cạnh tranh ngày càng gay gắt từ các đối thủ. Ngoài ra, biến động giá sữa nguyên liệu cũng là yếu tố khiến lợi nhuận năm nay sụt giảm. Để bù đắp hoàn toàn mức tăng giá nguyên liệu đầu vào lẽ ra giá bán sữa phải điều chỉnh tăng khoảng 11% thay vì tăng bình quân 6% như hiện nay. Bên cạnh đó, chi phí marketing và bán hàng năm 2014 có thể tăng đột biến với mục tiêu duy trì thị phần. Do đó, chúng tôi cho rằng kế hoạch kinh doanh này được xem là khả thi đối với VNM trong bối cảnh hiện tại và công ty cho biết có thể xem xét tăng kế hoạch nếu tình hình kinh doanh khả quan hơn.

**Kết quả kinh doanh Q1.2014**

**VNM vừa công bố BCTC Q1.2014 hợp nhất.** Theo đó Công ty tiếp tục duy trì đà tăng trưởng đối với doanh thu tuy nhiên lợi nhuận đã bị chững lại với mức tăng trưởng âm. Cụ thể công ty đạt 7.678 tỷ đồng DTT (+15% yoy) và LNST chỉ đạt 1.394 tỷ đồng (-9% yoy) tương ứng hoàn thành 22% và 23% kế hoạch năm.

TSLN gộp đã giảm khá mạnh, xuống còn 33% từ mức 37% của Q1.2013, chủ yếu do chi phí giá vốn tăng mạnh (+21% yoy) mà phần lớn chịu tác động của biến động của giá sữa đầu vào đã tăng khá mạnh kể từ nửa cuối năm 2013.

**Biến động giá sữa nguyên liệu**



(Nguồn: Globaldairytrade)

Do đó mặc dù doanh thu vẫn tăng 15% tương đương với mức tăng của Q1.2013 với động lực tăng trưởng đến từ thị trường nội địa (đóng góp 91% DT) nhưng lợi nhuận gộp cũng chỉ tăng 4% yoy đạt 2,565 tỷ đồng. Ngoài ra chi phí bán hàng và chi phí QLDN tăng mạnh lần lượt 44% và 23% do công ty tăng cường triển khai nhiều hoạt động bán hàng, thực hiện các chương trình tiếp thị, khuyến mãi người tiêu dùng nhằm cải thiện sức mua và duy trì thị phần khiến lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh giảm đến 10%. Tuy nhiên nhờ đóng góp tích cực hơn từ hoạt động tài chính (119 tỷ đồng LN, + 34% yoy) và hoạt động liên doanh liên kết (10,9 tỷ đồng LN, +83% yoy), giúp LNTT và LNST lần lượt chỉ giảm 7% yoy và 9% yoy đạt 1,743 tỷ đồng và 1.394 tỷ đồng, tương đương 23% kế hoạch năm. EPS trailing của VNM hiện đạt 7.663 đồng/cp.

## Kế hoạch đầu tư tài sản

Trong năm 2014, kế hoạch giải ngân của VNM tập trung chủ yếu vào đầu tư vào vùng nguyên liệu, đặc biệt chú trọng việc phát triển đàn bò sữa.

Tỷ đồng	Giải ngân từ 2013 về trước	KH giải ngân 2014	Giải ngân các năm sau	Tổng mức đầu tư 2012 – 2016
Vinamilk	6.391	948	1.241	2.195
Bò sữa Việt Nam	431	412	438	1.281
Lam sơn Milk	223	480	87	790
Driftwood	151	-	-	151
Miraka	33	-	-	33
Liên doanh Campuchia	-	222	-	222
CT Thống nhất Thanh Hóa	-	393	1.207	1.600
Dự án trang trại bò sữa tại Lâm Đồng	-	120	221	341
<b>Tổng cộng</b>	<b>7.228</b>	<b>2.575</b>	<b>3.193</b>	<b>12.996</b>
<b>Tỷ lệ giải ngân</b>	<b>56%</b>	<b>20%</b>	<b>25%</b>	<b>100%</b>

Nguồn: Nghị Quyết ĐHCĐ Thường niên 2014 – VNM

Hiện nay 5 trang trại bò sữa của VNM, bao gồm trang trại Tuyên Quang, Nghệ An, Thanh Hóa, Bình Định và Lâm Đồng với tổng đàn bò 8.818 con (+ 7% yoy), trong đó bò vắt sữa là 4.175 con, (+16% yoy) đều được giao cho CT TNHH MTV Bò Sữa Việt Nam quản lý với tổng mức đầu tư là 800 tỷ đồng. Sản lượng sữa tươi nguyên liệu của Công ty con này cung cấp cho VNM năm 2013 là 24.491 tấn (+ 23% yoy). Ngoài ra trong năm 2013, VNM cũng đã góp vốn (96,33%) thành lập Công ty TNHH Bò Sữa Thống Nhất Thanh Hóa với vốn điều lệ 600 tỷ đồng. Tổng đàn bò dự kiến sẽ đạt 25.000 con vào năm 2020. Hiện nay, công ty đang trong giai đoạn đầu tư cơ sở hạ tầng và dự kiến sẽ chính thức đi vào hoạt động vào Q1.2015. Trong vòng 3 năm tới công ty dự kiến đầu tư hơn 3,200 tỷ (xấp xỉ hơn 150 triệu USD), để phát triển số lượng đàn bò lên đến 36,000 con. Đây sẽ là một nguồn sữa tươi ổn định, giúp hạ giá thành. Hiện nay giá thành sữa tươi tự cung cấp tại Vinamilk

vẫn cao hơn ở Mỹ 6%, và nếu thu mua từ nông dân thì cao hơn 30%.

Năm 2013, VNM vẫn tiếp tục thu mua sữa tươi từ các hộ nông dân. Tổng đàn bò của các hộ nông dân đang giao sữa cho Vinamilk đến cuối năm 2013 là 59.000 con, giảm nhẹ 3% so với năm 2012 nhưng năng suất bình quân tăng giúp với sản lượng sữa tươi thu mua đạt 156,3 triệu lít bằng 104% kế hoạch và tăng 10% so với năm trước.

### Các vấn đề khác

- Về việc phân phối lợi nhuận năm 2013, VNM đã chia cổ tức tiền mặt 2.800 đồng/cp. Phần còn lại 2.000 đồng/cp dự kiến chia vào tháng 5/2014 với ngày đăng ký cuối cùng là 15/05

- Ngoài ra, ĐHCĐ cũng đã thông qua việc phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu theo tỷ lệ 5:1, số lượng cổ phần phát hành thêm tối đa là 166.791.159 cổ phần, thời điểm chốt danh sách vào khoảng quý 2 hoặc quý 3/2014.

- Năm 2014, công ty dự kiến tỷ lệ chia cổ tức bằng tiền không thấp hơn 50%LNST. Theo kế hoạch thông qua tại ĐHCĐ, LNST của VNM đặt ra là 5.993 tỷ đồng, như vậy mức cổ tức bằng tiền mặt ước khoảng 6.000 đồng/cp. Trong đó việc thực hiện chia tiền hành theo hai đợt, tạm ứng đợt 1 vào tháng 9/2014 và đợt 2 vào tháng 7/2015

### Quan điểm đầu tư

VNM là doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh sản phẩm sữa hàng đầu của Việt Nam với thị phần lớn tiếp tục duy trì và tăng trưởng. Đặc biệt VNM luôn duy trì khả năng sinh lợi cao, và ổn định qua các năm (21% - 22%)

Nguồn tiền mặt tiếp tục dồi dào trong khi hầu hết kế hoạch đầu tư tài sản trong giai đoạn 2012 -2016 đều đã thực hiện phần lớn trong giai đoạn 2013 trở về trước, và chỉ tiếp tục giải ngân khoảng 20% vốn đầu tư trong năm 2014 do đó áp lực về thanh khoản không phải là vấn đề của VNM. Đặc biệt VNM phù hợp với nhà đầu tư trung và dài hạn do tỷ lệ chia trả cổ tức tiếp tục ổn định ở mức cao qua các năm (50% -60% cổ tức tiền mặt)

Năm 2013, VNM tiếp tục duy trì KQKD tăng trưởng khả quan và vượt 5% so với kế hoạch lợi nhuận. Tuy nhiên năm 2014, dự kiến mức tăng trưởng sẽ chững lại do biến động giá sữa nguyên liệu và môi trường kinh doanh cạnh tranh ngày càng gay gắt. Căn cứ vào kế hoạch ĐHCĐ thông qua cho năm 2014, EPS forward của VNM đạt khoảng = 7.186 đồng/cp, và tương ứng P/E forward của VNM khoảng 17,4x, là mức khá cao so với trung bình ngành. Do đó chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với VNM



## CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) cùng/hoặc với sự hợp tác của một hoặc một số bộ phận của VCBS nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về thị trường trong ngày.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

**Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank**

**198 Trần Quang Khải, Hà Nội**

**Tel: 84 – 4 – 39 366 990**

**Fax: 84 - 4 - 39 360 262**

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367518/19/20; 39368601/02; 39365094/95; 39367516; 39366990 - Số máy lẻ: 213/218
Chi nhánh Hồ Chí Minh	: Lầu 1&7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208116
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 2, Tòa nhà TCT Du lịch Hà Nội, số 10 đường Hải Phòng, Phường Hải Châu 1, Quận Hải Châu, Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng trệt, Tòa nhà Bưu điện, số 2 Đại lộ Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Chi nhánh Vũng Tàu	: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Tòa nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang ĐT: (84-76)-3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	: F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812